

1.1 Entorno macroeconómico

1.1.1 ENTORNO INTERNACIONAL

La economía mundial se ha desacelerado en los últimos trimestres, en un contexto de persistentes tensiones comerciales. El PIB mundial creció un 3,6 % en 2018, una décima menos que en 2017 y por debajo de lo esperado al principio del año, con un perfil de desaceleración que se acentuó en los meses finales del ejercicio (gráfico 1.1.A). La actividad económica se mantuvo más robusta en Estados Unidos, aunque también se han apreciado señales de cierta moderación del crecimiento recientemente. En el resto de economías avanzadas, el crecimiento del PIB también se situó por debajo de lo esperado, especialmente en el área del euro. En este contexto, la política monetaria en las principales economías avanzadas está adoptando un tono más acomodaticio. Entre las economías emergentes, los indicadores económicos de China mostraron signos de desaceleración, a lo que las autoridades han respondido con nuevas medidas de estímulo. En otras regiones se observó también un menor dinamismo, en particular en las economías más vulnerables, como Argentina o Turquía, donde los anuncios de sendos programas de estabilización macroeconómica no han logrado impedir un incremento de las tensiones en las últimas semanas.

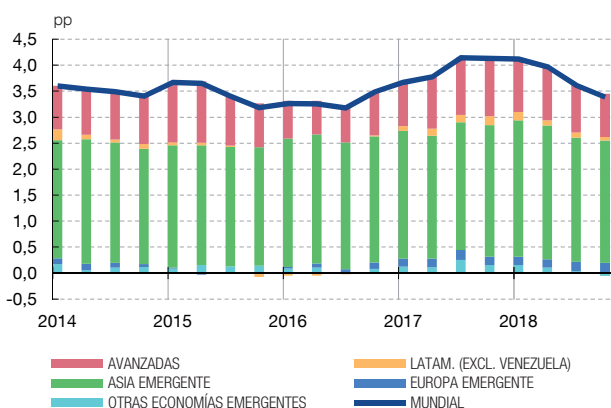
En la UEM, la desaceleración de la actividad económica en 2018 fue especialmente intensa en la segunda mitad del año. El crecimiento del PIB, que en 2018 se situó en el 1,8 %, siete décimas por debajo del observado en 2017, experimentó una ralentización intensa en el tramo final del año, que se ha prolongado a principios de 2019 (gráfico 1.1.B) y ha afectado a la mayoría de los países, en particular, a Alemania. Este deterioro respondería a una menor contribución del sector exterior al crecimiento, que vendría explicada por la debilidad que han registrado, por una parte, países y, por otra, productos como bienes de inversión y automóviles, muy relevantes en el patrón de especialización europeo, así como por la pasada apreciación del euro, las tensiones comerciales y la incertidumbre geopolítica¹. Algunos indicios sugieren que esta debilidad de la demanda externa ha comenzado a trasladarse ya a la demanda interna, en particular a la inversión, y al empleo.

Las perspectivas para la economía mundial en 2019 son de una desaceleración moderada, pero con importantes riesgos a la baja. La debilidad reciente de la economía mundial ha dado lugar a una revisión a la baja de las previsiones económicas, en las economías avanzadas —especialmente en el área del euro—, y en las emergentes (gráfico 1.1.C). En particular, el carácter persistente de la desaceleración llevó a una rebaja de las previsiones del Banco Central Europeo (BCE) para 2019 y 2020 en marzo, situándolas en el 1,1 % y 1,6 %, respectivamente, 6 y 1 décimas menos que lo previsto en diciembre. Sobre este escenario central, destacan los riesgos de que se produzca una evolución más desfavorable que la prevista, relacionados con la incertidumbre de política económica (en especial, con la política comercial) y con la posibilidad de una desaceleración más intensa de lo esperado en algunas economías sistémicas, como China. En este país, las autoridades se enfrentan al dilema de estimular la actividad económica a corto plazo, conteniendo la desaceleración, a costa de frenar la senda de corrección de sus desequilibrios macrofinancieros y aumentar posiblemente el riesgo de un ajuste

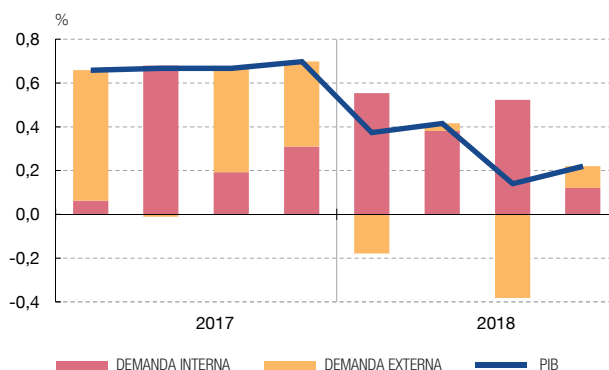
¹ Para más detalles, véase el Recuadro 2, «El impacto de la desaceleración del comercio mundial sobre las exportaciones de la UEM», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

La economía mundial continúa en desaceleración, en un contexto de importantes riesgos para el crecimiento y revisiones a la baja de las previsiones económicas. Un aumento de las tensiones proteccionistas, la posibilidad de un Brexit desordenado sin acuerdo, un ajuste de los mercados financieros o una desaceleración más intensa de la economía china podrían tener un impacto severo sobre la actividad global.

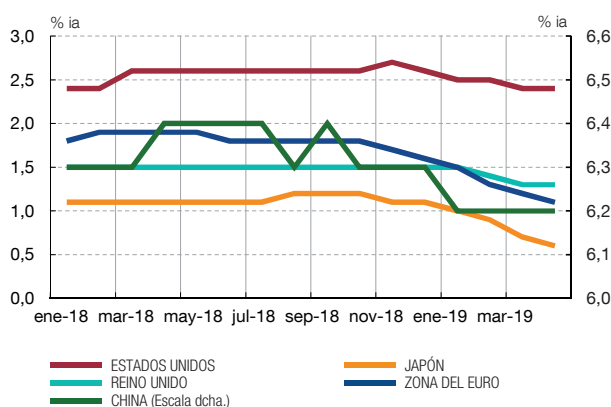
A CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL



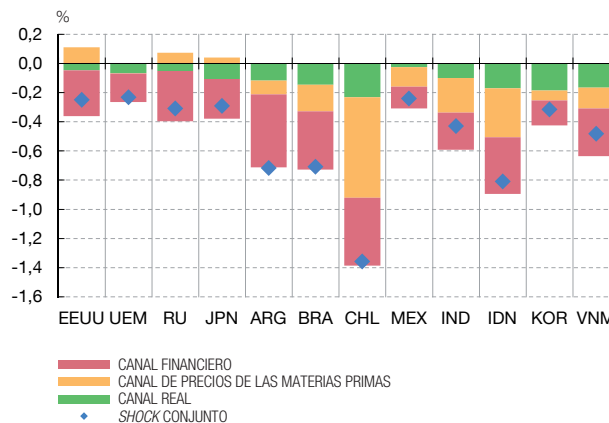
B CRECIMIENTO INTERTRIMESTRAL DEL PIB DE LA UEM Y CONTRIBUCIONES



C EVOLUCIÓN DE PREVISIONES DE CONSENSUS PARA 2019



D IMPACTO GLOBAL DE UNA DESACELERACIÓN EN CHINA (a)



FUENTES: Fondo Monetario Internacional, Eurostat, Consensus, IFS.

a Simulaciones con el modelo NIGEM. Impacto sobre el crecimiento del PIB en el primer año de una caída de 1 pp del crecimiento potencial y la demanda interna en China, que lleva asociada una reducción del 7 % de los precios del petróleo y del 8 % del precio de los metales y efectos adversos sobre los mercados financieros globales (corrección del 10 % de las bolsas de China, Europa, Japón y EEUU; aumento de 50 pb de la prima de riesgo de las acciones; y aumento de 60 pb de los tipos de interés a largo plazo en las economías emergentes).

más brusco en el futuro. Dado el creciente peso de China en la economía mundial, una desaceleración más intensa de lo esperado en este país podría acarrear importantes consecuencias globales, a través de los canales comerciales, financieros y de confianza, y de los mercados de materias primas (gráfico 1.1.D). Para el área del euro, otra fuente importante de preocupación radica en que la recesión en Italia acabe deteriorando su situación fiscal y los balances de los bancos italianos. A todo ello se suma el riesgo, muy sustancial, de una posible salida abrupta y sin acuerdo del Reino Unido de la UE².

Los riesgos en las economías emergentes más relevantes para España son también significativos. En Brasil, el nuevo gobierno ha presentado su propuesta de reforma de la Seguridad Social. Si bien ésta ha sido acogida de forma favorable por los mercados,

² Para más detalles, véase «Brexit: balance de situación y perspectivas», Documento Ocasional No. 1905 (marzo 2019) del Banco de España.

aún se enfrenta a un largo y arduo proceso hasta su aprobación, por lo que persiste el riesgo de que la deuda pública siga aumentando de forma notable en los próximos años. En México también existen preocupaciones en el frente fiscal, debido a la situación de la empresa pública petrolera PEMEX y a la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de la economía; esto ha llevado a varias agencias de calificación a revisar con un signo negativo las perspectivas para su deuda pública. Persiste, además, la incertidumbre en cuanto al comportamiento del sector exterior, puesto que el tratado USMCA que sustituiría al NAFTA aún no se ha aprobado en las Cámaras Legislativas de Estados Unidos, México y Canadá. Por último, Argentina y Turquía prosiguen su lento proceso de ajuste, con riesgos procedentes tanto del entorno exterior, fundamentalmente asociados a una posible apreciación del dólar, como del ámbito interno. En particular, en Turquía existe el riesgo de que se relajen las políticas monetarias y fiscales recientemente implementadas y, en Argentina, las elecciones presidenciales que deben celebrarse a finales de 2019 podrían generar dudas sobre la orientación de la política económica futura en el país y provocar nuevas turbulencias en los mercados que complicarían el ajuste macroeconómico.

1.1.2 ESPAÑA

En el tramo final de 2018, la economía española conservó su inercia expansiva, que se habría prolongado en los primeros meses de 2019. De acuerdo con las estimaciones del Banco de España, en el primer trimestre de 2019 el PIB habría aumentado un 0,6% en términos intertrimestrales (gráfico 1.2.A) y un 2,4% en términos interanuales. Como en 2018, este dinamismo habría descansado principalmente en la robustez de la demanda interna, mientras que las exportaciones se habrían desacelerado significativamente reflejando el deterioro del entorno exterior (gráfico 1.2.B). Por su parte, el empleo habría seguido aumentando al compás del avance de la actividad, lo que habría favorecido un nuevo descenso de la tasa de paro, aunque mostrando también un perfil de desaceleración.

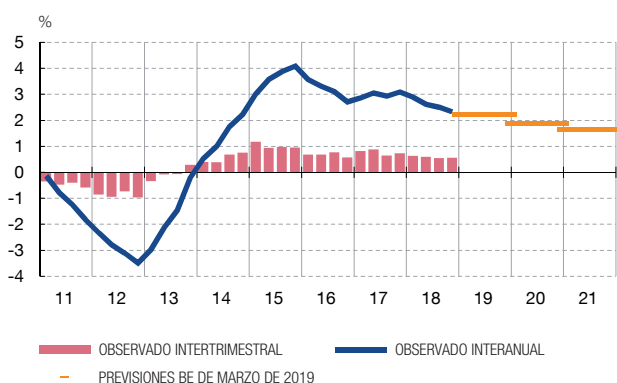
Las perspectivas de corto y medio plazo suponen una continuación del crecimiento, aunque a ritmos algo más bajos y con riesgos a la baja. Las proyecciones macroeconómicas más recientes del Banco de España, publicadas en marzo, contemplan la prolongación de la fase expansiva a lo largo del período 2019-2021, aunque

EVOLUCIÓN DEL PIB EN ESPAÑA

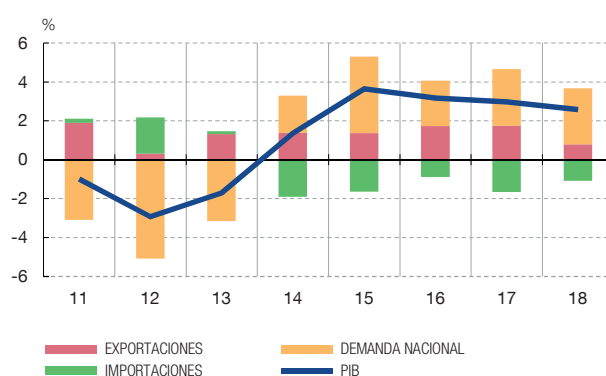
GRÁFICO 1.2

Se proyecta una prolongación de la fase expansiva a lo largo del período 2019-2021, aunque con un perfil de gradual desaceleración, y con riesgos a la baja. El dinamismo del PIB se habría apoyado en la robustez de la demanda interna, mientras que las exportaciones se habrían desacelerado significativamente.

A ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB



B ESPAÑA. VARIACIÓN DEL PIB Y CONTRIBUCIONES EN PP



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

con un perfil de gradual desaceleración del PIB (gráfico 1.2.A)³. Este escenario central está condicionado por unos riesgos internos, además de los externos, que, en caso de materializarse, podrían traducirse en una evolución más desfavorable de la actividad económica. Entre ellos cabe destacar los asociados a la indefinición sobre la senda de la política fiscal, tanto en el corto como en el medio plazo y, en general, sobre la orientación futura de la política económica.

1.2 Mercados financieros y sector inmobiliario

1.2.1 MERCADOS FINANCIEROS

En los últimos meses de 2018 se produjo un episodio de aumento de la aversión al riesgo de los inversores en los mercados financieros globales. A raíz del mismo, se observaron caídas generalizadas en los precios de las acciones y aumentos en las primas de riesgo de crédito (gráfico 1.3.A y gráfico 1.3.B), repuntes de la volatilidad, y descensos en los tipos de interés a largo plazo de la deuda soberana de mayor calidad crediticia, que actuó como refugio (gráfico 1.3.C). Esta evolución estuvo motivada por la publicación de indicadores macroeconómicos que mayoritariamente decepcionaron las expectativas de mercado, el pesimismo en torno a las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China, y una política monetaria por parte de la Reserva Federal estadounidense menos acomodaticia de lo esperado por el mercado.

Desde principios de año, los mercados financieros han mostrado, en general, una notable recuperación. A pesar de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento global, el tono más acomodaticio adoptado por la Reserva Federal de EE.UU. en las últimas semanas de 2018, que ha provocado que los mercados no descuenten actualmente ninguna subida en los tipos de interés de referencia en esa economía durante 2019 y que anticipen, incluso, un posible recorte y un mayor optimismo respecto a la posibilidad de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China, propiciaron ganancias bursátiles generalizadas y la apreciación de otros activos de riesgo a principios de 2019. Las medidas implementadas por China para contrarrestar la ralentización de su economía y algunas sorpresas positivas en los resultados empresariales en Estados Unidos también contribuyeron a esta recuperación de los mercados.

El Banco Central Europeo (BCE) también ha adoptado un tono más acomodaticio en su política monetaria. En marzo, el Consejo de Gobierno del BCE extendió el horizonte temporal mínimo en el que espera mantener sus tipos de interés oficiales en los niveles actuales («al menos hasta el final de 2019»), lo que provocó un retraso adicional en las expectativas del mercado sobre la fecha de la primera subida de tipos en la región⁴. El Consejo de Gobierno también acordó la implementación de una nueva serie de operaciones trimestrales de financiación a largo plazo con objetivo específico (TLTRO-III, por sus siglas en inglés), que comenzarán en septiembre de 2019 y pretenden mantener unas condiciones de financiación favorables y una transmisión fluida de la política monetaria.

En este contexto, en la parte transcurrida de 2019, en los mercados financieros de la UEM se han reducido las primas de riesgo de la deuda de varios soberanos y las de los bancos, al tiempo que sus cotizaciones bursátiles se han recuperado parcialmente de las caídas del tramo final del pasado ejercicio. En España y Portugal,

³ Para más detalles, véase el Recuadro 1, «Proyecciones Macroeconómicas en España (2018-2020)», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

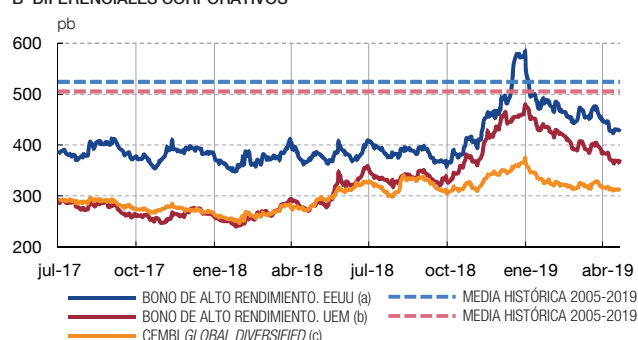
⁴ Para más detalles, véase el Recuadro 4, «Expectativas de mercado sobre el tipo de interés de referencia en el área del euro», del Informe trimestral de la economía española, Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

Tras el episodio de inestabilidad en los mercados financieros globales de finales de 2018, los indicadores de mercados se han recuperado notablemente en los primeros meses de 2019 coincidiendo con el tono más acomodaticio de los principales bancos centrales, entre otros factores. Las condiciones financieras en las principales economías mundiales se han endurecido en comparación con el cierre del anterior IEF, pero se mantienen holgadas, como sugieren la recuperación de las bolsas, la caída en la rentabilidad de la deuda soberana, los menores diferenciales corporativos y la relativa estabilidad del dólar.

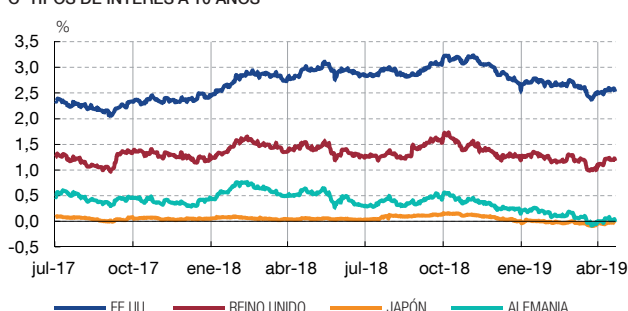
A ÍNDICES DE BOLSA



B DIFERENCIALES CORPORATIVOS



C TIPOS DE INTERÉS A 10 AÑOS



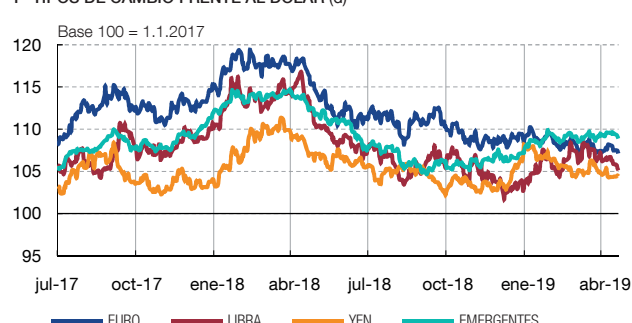
D DIFERENCIAL DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS FRENTE A ALEMANIA



E ÍNDICES BANCARIOS



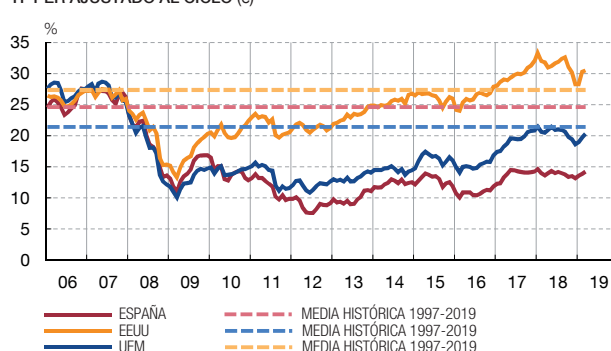
F TIPOS DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR (d)



G ÍNDICES GOLDMAN SACHS DE CONDICIONES FINANCIERAS



H PER AJUSTADO AL CICLO (e)



FUENTES: Robert J. Shiller, Thomson Reuters Datastream, JP Morgan y Bloomberg Data License.

- a Diferencial del rendimiento del High Yield Index de bonos corporativos de Merrill Lynch frente al Bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años.
b Diferencial del rendimiento del High Yield Index de bonos corporativos de Merrill Lynch de Europa frente al Bono del Tesoro de Alemania a 10 años.
c El CEMBI (*Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified*) es un índice elaborado por JP Morgan. Mide el riesgo corporativo del conjunto de los países emergentes y representa el diferencial del tipo de interés de la deuda corporativa de los países emergentes en dólares con respecto al tipo de interés de la deuda corporativa norteamericana.
d Valores superiores a 100 indican depreciaciones del dólar respecto al 1 de enero de 2017.
e El PER ajustado al ciclo se calcula como la ratio entre el precio de las acciones y la media móvil de 10 años de los beneficios.

la prima de riesgo de la deuda soberana a largo plazo frente a Alemania ha caído alrededor de 10 pb y 30 pb, respectivamente, desde principios de año. En Italia, tras alcanzar un acuerdo presupuestario con la Comisión Europea y a pesar de que la economía ha entrado en recesión técnica, este diferencial, muy volátil en el tramo final de 2018, se ha mantenido relativamente estable en 2019, situándose actualmente unos 60 pb por debajo de los niveles máximos alcanzados en el otoño (gráfico 1.3.D). Las primas de riesgo de los bancos europeos también se redujeron. Por su parte, las cotizaciones bursátiles del sector bancario de la zona del euro y España se han recuperado desde comienzos de año, si bien en menor medida que las de los bancos de Estados Unidos y han mostrado una mayor sensibilidad ante noticias desfavorables como se pudo observar durante el mes de febrero tras la publicación de los resultados de 2018 (gráfico 1.3.E). En todo caso, el índice de bancos del EuroStoxx de las bolsas europeas y el de la Bolsa de Madrid se sitúan más de un 20 % por debajo de los niveles de principios de 2018.

En conjunto, las condiciones financieras en las principales economías mundiales se han endurecido algo en comparación con la fecha de cierre del anterior IEF, pero se mantienen holgadas. Desde principios de 2019, la recuperación bursátil, la caída en la rentabilidad de la deuda soberana y la relativa estabilidad del dólar americano, tras su continuado fortalecimiento durante buena parte de 2018 (gráfico 1.3.F), han contribuido a relajar las condiciones financieras globales, que siguen siendo muy holgadas en términos históricos a pesar del endurecimiento que experimentaron durante la última parte de 2018 (gráfico 1.3.G).

La materialización de algunos de los riesgos para el crecimiento económico global señalados en la sección anterior podría desencadenar un proceso de corrección en los precios de los activos financieros. Esta posible corrección podría afectar, en primer lugar, a aquellos mercados que presentan mayores vulnerabilidades, como el de los préstamos apalancados (*leveraged loans*, por su denominación en inglés) y las titulizaciones de este tipo de deuda (CLOs, por sus siglas en inglés), o valoraciones más elevadas, como la bolsa de EE.UU. (gráfico 1.3.H) y el segmento de deuda corporativa de alto rendimiento (gráfico 1.3.B). Desde esta perspectiva, no se puede descartar que este eventual reajuste de valoraciones desemboque en un proceso de ventas aceleradas de activos, con efectos potencialmente disruptivos en los mercados.

Esta eventual corrección de los precios de los activos financieros tendría efectos negativos sobre la estabilidad financiera en España a través de distintos canales. Por una parte, supondría un endurecimiento de las condiciones de financiación de los distintos sectores, cuyo efecto sobre la economía española sería relevante dado su elevado endeudamiento exterior. Por otra parte, la pérdida de valor de los activos podría afectar desfavorablemente a los intermediarios financieros por dos vías. De forma directa, al incidir sobre el valor de mercado de los activos negociados que mantienen en sus carteras. De forma indirecta, al reducir la riqueza de hogares y empresas no financieras, que ajustarían a la baja sus decisiones de gasto e inversión, lo que amplificaría el deterioro del entorno macroeconómico reciente y dañaría la calidad crediticia de las carteras de préstamos de los bancos.

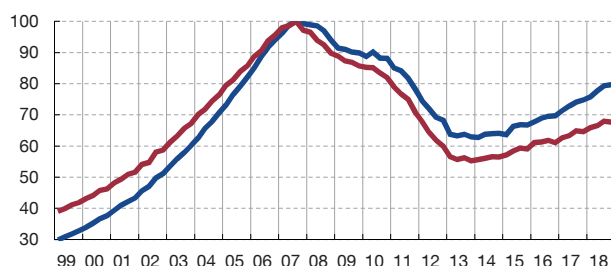
1.2.2 EL MERCADO INMOBILIARIO EN ESPAÑA

El mercado inmobiliario ha prolongado la etapa de recuperación que inició en 2014. El dinamismo reciente de este mercado estaría reflejando, entre otros factores, la positiva evolución del mercado de trabajo, así como unas condiciones muy favorables de financiación para la adquisición de vivienda por parte de los hogares. Desde 2013,

La recuperación de los indicadores del mercado inmobiliario continúa, si bien los niveles son más reducidos que en los años inmediatamente anteriores a la crisis. La oferta presenta un menor dinamismo que en el anterior periodo expansivo, reflejo de una política crediticia más prudente, la existencia de un elevado *stock* de viviendas sin vender, y un crecimiento mucho más moderado en la formación de nuevos hogares.

A PRECIO DE LA VIVIENDA

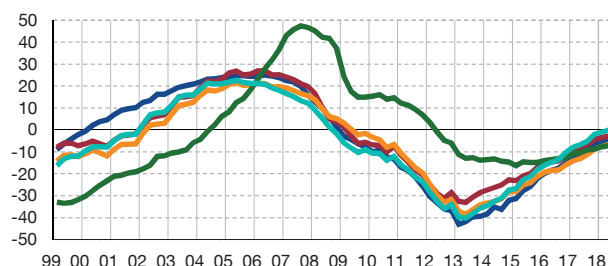
Nivel 100 = Máximo (III TR 2007)



PRECIO NOMINAL DE LA VIVIENDA PRECIO REAL DE LA VIVIENDA

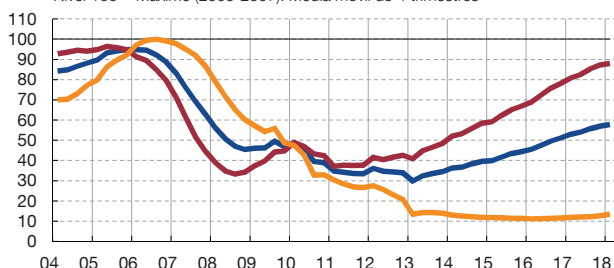
B INDICADORES DE DESEQUILIBRIO DE PRECIOS DE LA VIVIENDA (b)

pp

BRECHA DE PRECIOS DE LA VIVIENDA
BRECHA DE RATIO PRECIOS-INGRESO
BRECHA RATIO PRECIOS-ALQUILER
MODELO DESEQUILIBRIO DE PRECIOS (OLS)
MODELO DESEQUILIBRIO DE PRECIOS (ECM)

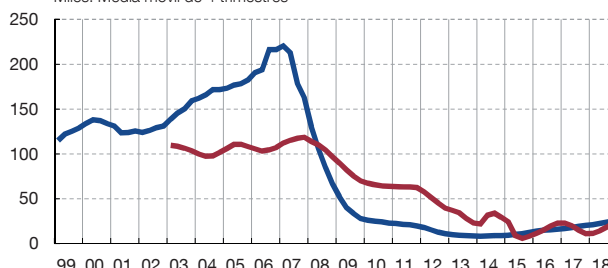
C TRANSACCIONES

Nivel 100 = Máximo (2006-2007). Media móvil de 4 trimestres

COMPRVENTA DE VIVIENDAS
COMPRVENTA DE VIVIENDAS USADAS
COMPRVENTA DE VIVIENDAS NUEVAS

D VISADOS Y CREACIÓN NETA DE HOGARES PERIODO EXPANSIVO

Miles. Media móvil de 4 trimestres



VISADOS DE OBRA NUEVA DE VIVIENDAS CREACIÓN NETA DE HOGARES

FUENTES: BCE, Eurostat, INE y Ministerio de Fomento.

- a Última observación: cuarto trimestre de 2018 (precios de la vivienda), diciembre (visados de viviendas) y cuarto trimestre de 2018 (compraventas de viviendas). Los precios reales de la vivienda están deflactados por el índice de precios de consumo.
- b Los cinco indicadores incluyen tres brechas calculadas como la diferencia entre el valor de la variable de interés de cada periodo y su tendencia de largo plazo para (i) precios de la vivienda en términos reales, (ii) ratio de precios de la vivienda a ingreso disponible de los hogares y (iii) ratio de precios de la vivienda a precios del alquiler. Se incluyen dos indicadores adicionales de desequilibrio para la variable de precio de la vivienda en términos reales basados en modelos econométricos: el primero de ellos, estimado por *Ordinary Least Squares* (OLS), compara esta variable con estimaciones de las tendencias a largo plazo del ingreso disponible de los hogares y los tipos de interés de las hipotecas. Un segundo modelo *Error Correction Model* (ECM) compara esta variable con equilibrios de largo plazo en relación con el ingreso disponible de los hogares, tipos de interés de las hipotecas y efectos fiscales. En todo los casos, las tendencias de largo plazo son obtenidas con un filtro de Hodrick-Prescott de una cola con un parámetro suavizado igual a 400.000.

se ha producido una lenta, pero progresiva, absorción del volumen de viviendas sin vender que se acumuló tras la crisis (por debajo de 500 mil en la actualidad). Esto también se ha plasmado en tasas de crecimiento relativamente elevadas de los precios de la vivienda (6,6 % interanual en el cuarto trimestre de 2018). En conjunto, los precios medios de la vivienda acumulan un crecimiento del 22 %, en términos reales, desde su nivel mínimo de principios de 2014, si bien permanecen un 31 % por debajo de los máximos alcanzados en el tercer trimestre de 2007 (gráfico 1.4.A)⁵. Los indicadores y modelos disponibles, basados en datos agregados y sujetos a un elevado grado de incertidumbre, no evidencian indicios generalizados de sobrevaloración. Si bien, tal como se puede apreciar en el

5 Para más detalles sobre el sector inmobiliario en España, véase el Artículo Analítico del Banco de España «Evolución reciente del mercado de la vivienda en España», por P. Alves y A. Urtasun (Mayo 2019).

gráfico 1.4.B, algunos indicadores apuntan a que los precios de la vivienda se situarían ya, en promedio, muy cerca de su valor de equilibrio de largo plazo, tras haberse situado significativamente por debajo de dicho nivel durante los años anteriores.

A pesar del dinamismo del sector, los niveles de los principales indicadores de actividad inmobiliaria se encuentran en registros inferiores a los observados en los años inmediatamente anteriores a la crisis. Por ejemplo, el volumen de compraventas de viviendas, que se situó por encima de las 550.000 operaciones en 2018, mostrando una importante recuperación desde su mínimo, sigue muy lejos de las 885.000 registradas en promedio durante el período 2004-2007 (gráfico 1.4.C). Por su parte, la oferta actual de vivienda nueva, aproximada por la cifra de visados, supuso el año pasado poco más del 10 % de su volumen máximo anterior a la crisis. El menor dinamismo de la oferta en el ciclo actual en comparación con el anterior período expansivo respondería, entre otros factores, a una política crediticia más prudente por parte de los bancos hacia el sector de la construcción y la promoción inmobiliaria, a la existencia de un elevado *stock* de viviendas sin vender, y a un crecimiento mucho más moderado en la formación de nuevos hogares (95 mil en 2018, frente a un aumento anual promedio de 435 mil en los años 2004-2007). En cuanto a este último determinante, conviene resaltar que, si bien en los últimos años del anterior ciclo expansivo la oferta de vivienda creció de una forma más intensa que la formación de nuevos hogares, en el ciclo actual las dos series presentan unas dinámicas más acompasadas (gráfico 1.4.D), lo que sugiere un mayor soporte de los fundamentales detrás del crecimiento reciente del sector.

Esta tendencia de recuperación de la actividad y de los precios en el mercado inmobiliario muestra una elevada heterogeneidad geográfica. Si bien la recuperación es prácticamente generalizada en el territorio nacional, se observa una notable disparidad regional, tanto en términos de operaciones como de precios. Los mayores avances se registran en las grandes ciudades y en áreas costeras, donde la actividad es más dinámica, existe una mayor pujanza de la demanda extranjera y la población está más concentrada.

Al igual que ocurre con los precios de compra, las rentas del alquiler también han mostrado incrementos significativos en el período más reciente y una elevada heterogeneidad geográfica⁶. La pujanza de las rentas de alquiler se ha producido en un contexto de repunte de la demanda de este servicio, que es especialmente acusada en el segmento más joven de la población⁷. Esta mayor propensión por el alquiler podría responder a distintos factores tales como el impacto de la crisis sobre este segmento, a cambios en las preferencias ligados a elementos sociológicos así como a la adopción de medidas que han avanzado en la igualación en el tratamiento fiscal de la vivienda en alquiler y en propiedad y que han favorecido la oferta de vivienda de alquiler, aunque algunas de ellas han revertido recientemente.

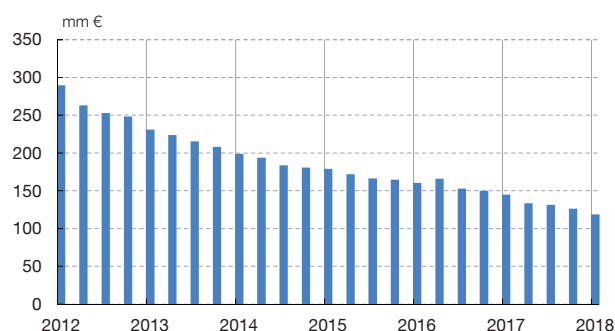
En este ámbito parece necesario contar con un indicador homogéneo de la evolución del precio de los alquileres nuevos. El alquiler como forma de cubrir la demanda de servicios residenciales está ganando peso en la sociedad española, y la información disponible no es tan rica como para la vivienda en propiedad. En particular, los precios de los alquileres pueden proporcionar información muy relevante para el

⁶ Según la información proveniente del portal inmobiliario Idealista.

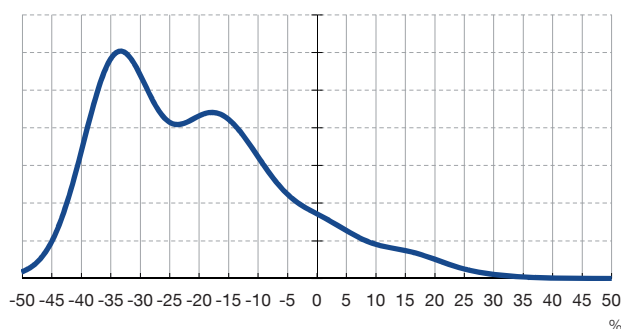
⁷ Véase el Artículo Analítico del Banco de España «Evolución reciente del mercado del alquiler en España», por L. Matea y D. López (abril 2019).

El saldo vivo del crédito promotor y constructor cae con fuerza, si bien existe una elevada heterogeneidad en la evolución del crédito a este sector. Por otro lado, la nueva financiación hipotecaria a familias crece a ritmo sostenido. El saldo vivo de este tipo de crédito comienza a estabilizarse.

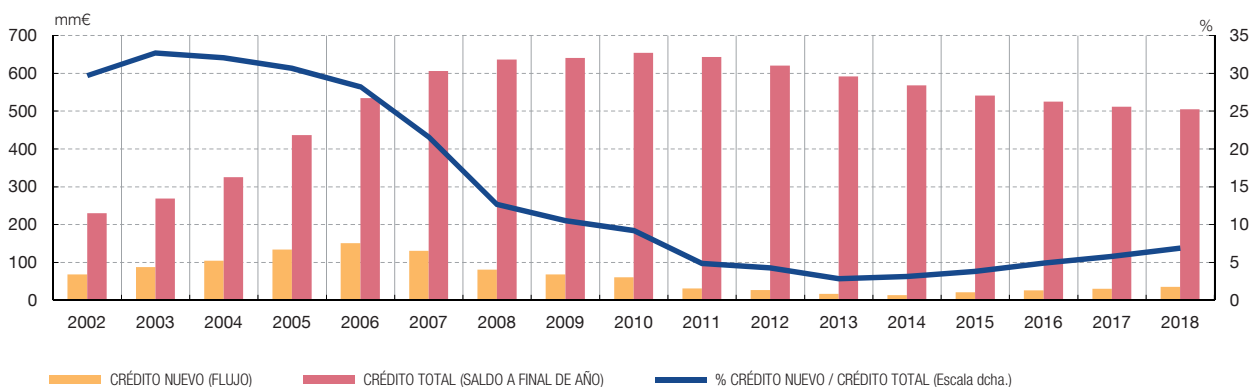
A CRÉDITO A CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS (a)



B CRÉDITO A CONSTRUCCIÓN Y ACTIVIDADES INMOBILIARIAS. VARIACIÓN ANUAL EN DICIEMBRE DE 2018. DISTRIBUCIÓN (a) (b)



C CRÉDITO HIPOTECARIO PARA ADQUISICIÓN DE VIVIENDA (c)



FUENTE: Banco de España.

- a Los gráficos se refieren al saldo vivo del crédito en el sector de la construcción (incluyendo promoción) y de actividades inmobiliarias.
- b El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de las tasas de variación anual del crédito de 2018, ponderadas por el importe de crédito correspondiente a cada entidad de depósito. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador kernel, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función.
- c El volumen de operaciones nuevas de 2014 corresponde al período de doce meses comprendido entre abril de 2014 y marzo de 2015, por no poseer el dato del año 2014 desde el mes de enero. El stock de crédito de 2014 corresponde al dato de marzo de 2015 por consistencia con las operaciones nuevas.

análisis de la estabilidad financiera. Por un lado, pueden ser indicadores adelantados de presiones de la demanda u oferta de servicios residenciales que, potencialmente, pueden acabar trasladándose a los precios de la vivienda. Por otra parte, el alquiler es uno de los componentes de la rentabilidad de la vivienda, por lo que puede resultar útil para determinar el nivel de equilibrio de los precios de la vivienda. Sin embargo, hasta la fecha no existe ninguna estadística oficial sobre precios de los alquileres nuevos para el conjunto de la economía española y las distintas comunidades autónomas y ciudades que permita ser utilizada con estos fines.

A pesar del creciente dinamismo observado en el sector, en los últimos meses se ha mantenido la senda de contracción del saldo vivo del crédito bancario a las actividades de promoción y construcción. El saldo total del crédito bancario a empresas de construcción y promoción se redujo un 18,6 % en 2018, algo más que en el ejercicio precedente, fundamentalmente debido al elevado volumen de amortizaciones y a la venta de carteras de préstamos por parte de las entidades de crédito (gráfico 1.5.A).

En todo caso, estos datos agregados ocultan una elevada heterogeneidad. En particular, el gráfico 1.5.B revela que la exposición crediticia de algunas entidades al sector se habría incrementado durante el último ejercicio.

La financiación hipotecaria a los hogares, por el contrario, ha presentado un mayor dinamismo. Las nuevas hipotecas para la compra de vivienda aumentaron un 17,1 % en 2018, consolidando la recuperación iniciada años atrás. Aunque la generación de crédito nuevo se encuentra todavía lejos de los niveles previos a la crisis, ésta ya es casi suficiente para compensar la amortización de la deuda hipotecaria pendiente. Como resultado, se observó una práctica estabilización del saldo vivo de las hipotecas de hogares, tras los sucesivos retrocesos que se observaban desde el inicio de la crisis (gráfico 1.5.C).

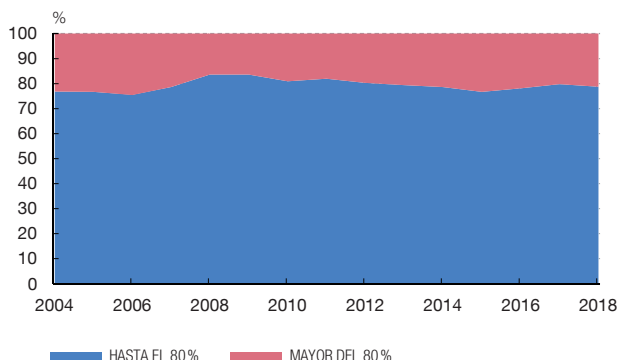
Las condiciones de acceso al crédito hipotecario⁸ habrían tendido a relajarse durante los últimos años pero, tras el endurecimiento observado durante la crisis, los niveles actuales son más estrictos que los que había antes de 2008. Si bien la proporción de hipotecas de mayor riesgo, medida como aquellas con un LTV (*Loan to Value*, por sus siglas en inglés) por encima del 80 %, se ha mantenido relativamente estable durante los últimos 14 años (gráfico 1.6.A), otros indicadores señalan unas condiciones crediticias más estrictas ahora que antes de 2008⁹. Este es el caso de la ratio LTP (*Loan to Price*, por sus siglas en inglés), que muestra una pérdida notable de peso de las hipotecas con una ratio por encima del 80 % (gráfico 1.6.B), pero también de la ratio del préstamo con respecto a los ingresos del prestatario (LTI, por sus siglas en inglés, gráfico 1.6.C) y de la ratio del servicio del préstamo (intereses más principal) con respecto a los ingresos del prestatario (LSTI, por sus siglas en inglés, gráfico 1.6.D), cuyas distribuciones se han desplazado hacia valores más reducidos. Durante los últimos años, también se observa una pérdida de peso de las hipotecas concedidas a más de 30 años (gráfico 1.6.E). Por otra parte, aunque recientemente se han reducido los diferenciales de tipos de interés y la dispersión de los mismos (gráfico 1.6.F), siguen encontrándose por encima de los observados antes de la crisis. Esto implicaría que las condiciones crediticias son más exigentes que las observadas a finales del último ciclo expansivo. En concreto, la mayor dispersión de los diferenciales de tipos de interés entre hipotecas respecto a los mínimos alcanzados en 2006, sugiere que en el periodo más reciente podría existir una mayor discriminación entre operaciones, de modo que aquellas percibidas como más arriesgadas pagarían una prima comparativamente más alta que las menos arriesgadas.

8 Los indicadores utilizados para el análisis de los estándares crediticios en las hipotecas son los siguientes: (i) *Loan-to-Value* (LTV): Ratio entre el capital de la hipoteca y el valor de tasación del inmueble; (ii) *Loan-to-Price* (LTP): Ratio entre el capital de la hipoteca y el precio de transacción del inmueble en el registro de la propiedad; (iii) *Loan-to-Income* (LTI): Ratio entre el capital de la hipoteca y el ingreso anual del prestatario; (iv) *Loan Service-to-Income* (LSTI): Ratio entre la primera cuota hipotecaria del préstamo (anualizada) y el ingreso anual del prestatario; (v) Plazo: Vencimiento de la operación; y (vi) Diferencial de tipos de interés: Diferencia entre el tipo de interés de la hipoteca y el de un tipo de interés de referencia. Para un mayor detalle sobre la construcción de los ratios LTV y LTP y su evolución, véase el Artículo Analítico «La ratio préstamo-valor de la vivienda en España durante el periodo 2004-2016». Boletín Económico 1/2019 del Banco de España.

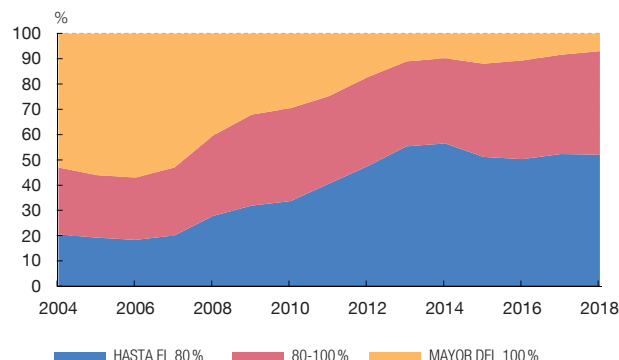
9 La información utilizada en los paneles del gráfico 1.6 procede del Colegio de Registradores de España y, de forma complementaria, de la European DataWarehouse (EDW), sobre características de los créditos titulizados. El Colegio de Registradores proporciona información hipoteca a hipoteca sobre todas las operaciones inscritas en los registros de la propiedad españoles. La EDW, por su parte, es un repositorio de titulizaciones bancarias, que recopila datos sobre cada una de las hipotecas que respaldan la emisión de estos instrumentos. Aunque la representatividad de esta base de datos es mucho menor que la del Colegio de Registradores, particularmente para después de la crisis, la EDW permite un análisis granular (crédito a crédito) de ciertas características hipotecarias, como el ingreso de los prestatarios, ausentes en los datos del Colegio de Registradores.

La proporción de préstamos con LTV elevado (de más del 80 %) se mantiene estable. En el caso de la ratio LTP, aumenta el peso de las operaciones con una ratio de entre el 80 % y el 100 % (en detrimento del peso de los segmentos por debajo y por encima de estos valores). Por otro lado, las ratios que evalúan la capacidad de repago de las hipotecas (ratios LTI y LSTI) se encontrarían lejos del nivel anterior a la crisis (mejora de los estándares crediticios). Además, el peso de las operaciones a muy largo plazo en la financiación hipotecaria sigue siendo reducido, mientras que los diferenciales de tipos de interés de las hipotecas comienzan a estabilizarse tras haber cedido en los últimos años.

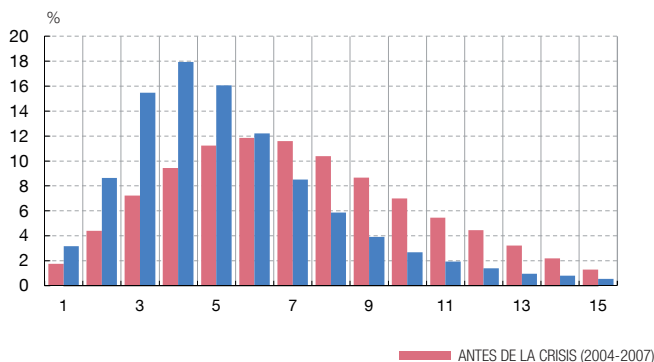
A RATIO LTV. DISTRIBUCIÓN



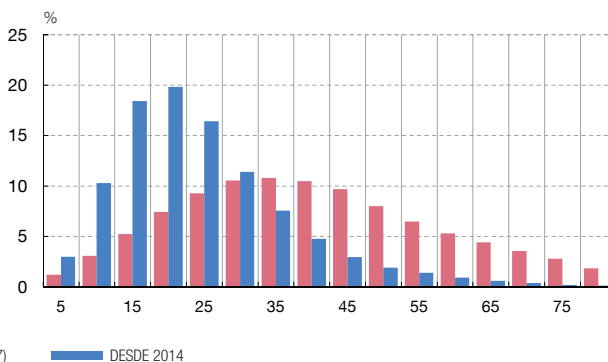
B RATIO LTP. DISTRIBUCIÓN



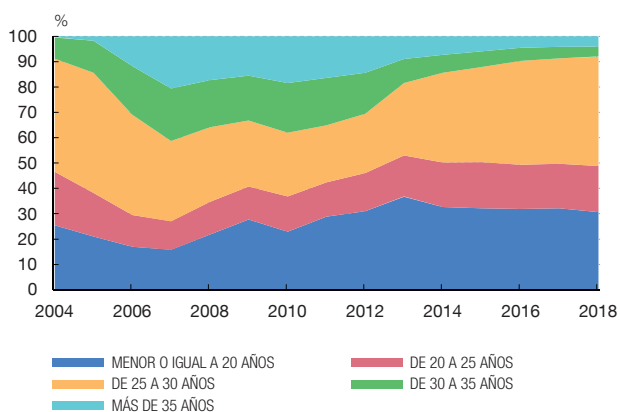
C RATIO LTI. DISTRIBUCIÓN (b)



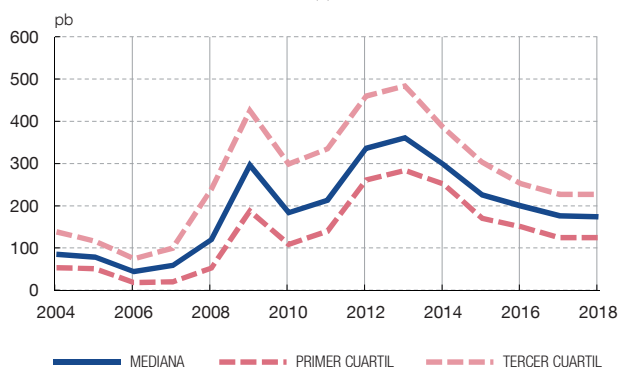
D RATIO LSTI. DISTRIBUCIÓN (b) (c)



E PLAZO. DISTRIBUCIÓN



F DIFERENCIAL DE TIPOS DE INTERÉS (d)



FUENTES: Colegio de Registradores y European DataWarehouse.

- a Se incluyen préstamos en los que el colateral es una vivienda y el prestatario es una persona física. En las distribuciones, se acumula el principal de los préstamos (por periodo) para definir cada segmento dentro de la distribución. En este gráfico se emplean los siguientes acrónimos: LTV (*Loan to Value*, por sus siglas en inglés), LTP (*Loan to Price*, por sus siglas en inglés), LTI (préstamo sobre ingresos del prestatario) y LSTI (servicio del préstamo-intereses más principal sobre ingresos del prestatario).
- b Tanto en la ratio LTI como en la ratio LSTI, el denominador incluye el ingreso anual del prestatario principal de la operación.
- c La cuota hipotecaria (numerador de la ratio LSTI) o primer pago mensual de la hipoteca está anualizada. Se calcula asumiendo pagos constantes a lo largo de la vida del préstamo.
- d Diferencial sobre el tipo de interés *swap* a plazo. La curva base es la de los *interest rate swap* del euro. El plazo de referencia es de un año para las hipotecas a tipo variable, y coincide con el plazo de la operación en los préstamos a tipo fijo.

La nueva ley del mercado de crédito inmobiliario, que entrará en vigor en junio, debería favorecer un descenso de la litigiosidad actual en este mercado, redundando en una mejoría de su funcionamiento, si bien podría generar un cierto endurecimiento de las condiciones aplicadas. La entrada en vigor de la nueva ley de crédito hipotecario incrementará la seguridad jurídica de estos contratos, a la vez que reforzará su transparencia y la protección de la clientela. Además, la introducción de requisitos más estrictos de evaluación de la solvencia del prestatario contribuirá a reducir el riesgo de crédito en las operaciones hipotecarias. Desde el punto de vista de los prestatarios, la nueva regulación aumenta su protección, aunque podría también implicar un cierto endurecimiento de las condiciones aplicadas, especialmente en el caso de los segmentos con un mayor perfil de riesgo¹⁰.

1.3 Los sectores no financieros

En conjunto, el crédito nuevo al sector privado no financiero continuó expandiéndose en la mayoría de segmentos, aunque a ritmos inferiores a los de la primera mitad del año. De acuerdo con la Encuesta de Préstamos Bancarios, esta desaceleración podría obedecer tanto a factores de demanda como, en menor medida, de oferta. No obstante, después de años de relajación, estas condiciones de financiación continúan siendo holgadas. Asimismo, los costes de la financiación bancaria y de la emisión de valores de renta fija se mantienen en niveles históricamente reducidos, sin haber experimentado grandes cambios durante los últimos meses.

Esto favoreció la recuperación del flujo neto de financiación otorgada a los hogares, que ha pasado a ser positivo desde junio de 2018, en términos acumulados de doce meses, por primera vez desde diciembre de 2010 (gráfico 1.7.A). Concretamente, la financiación de este sector mostró en febrero de 2019 una tasa de crecimiento interanual del 0,4%. Este avance se explica por el dinamismo del crédito al consumo, que, aunque se ha desacelerado, sigue creciendo a tasas de dos dígitos, compensando la leve contracción del stock de financiación para adquisición de vivienda. El Recuadro 1.1 analiza los factores que han determinado la evolución reciente de esta cartera, sujeta a seguimiento específico por parte del Banco de España.

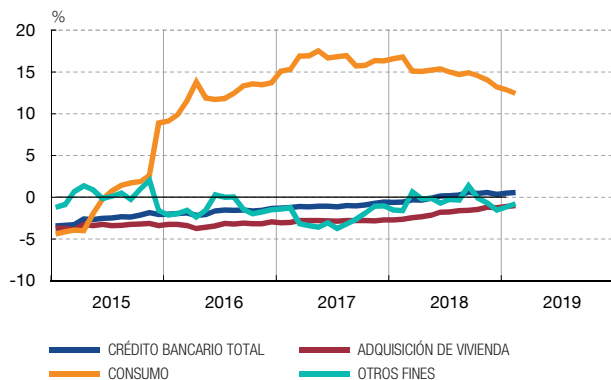
La recuperación cíclica siguió contribuyendo a fortalecer la posición patrimonial de los hogares. En particular, la renta bruta disponible de los hogares aumentó un 3,2 % en 2018, impulsada por el aumento del empleo y el repunte de los salarios. Por su parte, la riqueza neta de los hogares siguió recuperándose apoyada por el aumento del precio de los activos inmobiliarios. El endeudamiento de los hogares también se redujo en porcentaje del PIB (gráfico 1.7.C). En concreto, descendió en 2,2 pp en relación a un año antes hasta el 58,9 % (apenas 1,3 pp por encima del promedio de la UEM). Todo ello, unido al reducido coste de la deuda ha llevado a que la carga financiera haya continuado cayendo en los últimos meses, aunque ya muy levemente, y a que permanezca en cotas relativamente reducidas desde una perspectiva histórica.

No obstante, la tasa de ahorro de los hogares se sitúa en mínimos históricos. A pesar del aumento en la renta bruta de los hogares, el marcado crecimiento de su consumo en los últimos años ha provocado una persistente caída en la tasa de ahorro hasta el 4,9 % de la renta bruta disponible al cierre de 2018 (frente al mínimo del 5,8 % que se alcanzó en la anterior fase expansiva). Esta dinámica no solo implica un riesgo en cuanto a la continuidad del vigor observado en el consumo, sino también en lo que respecta a la fortaleza financiera de los hogares ante perturbaciones inesperadas.

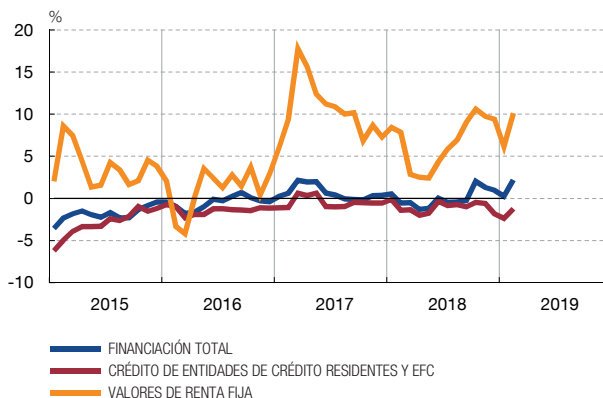
10 Para más detalles, véase Recuadro 5 «La ley reguladora de los contratos de crédito inmobiliario», Boletín Económico 1/2019, Banco de España.

La financiación al sector privado no financiero ha continuado su recuperación, llegando en la segunda mitad de 2018 a registrar tasas de crecimiento positivas. Al mismo tiempo, las ratios de endeudamiento han proseguido su caída lo que ha favorecido un nuevo fortalecimiento de la posición patrimonial de hogares y sociedades no financieras. Por su parte, el déficit público estructural no se ha reducido en los últimos años, por lo que la tímida disminución de la ratio de endeudamiento de las AAPP se ha debido al componente cíclico y al crecimiento del PIB, lo que supone un importante riesgo para la economía española ante un cambio en el ciclo económico.

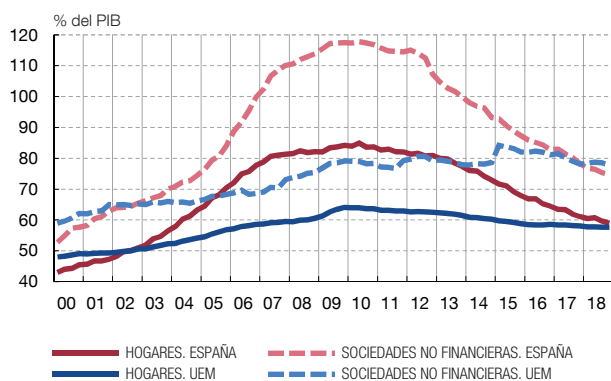
A CRÉDITO A HOGARES POR FINALIDAD. CRECIMIENTO INTERANUAL



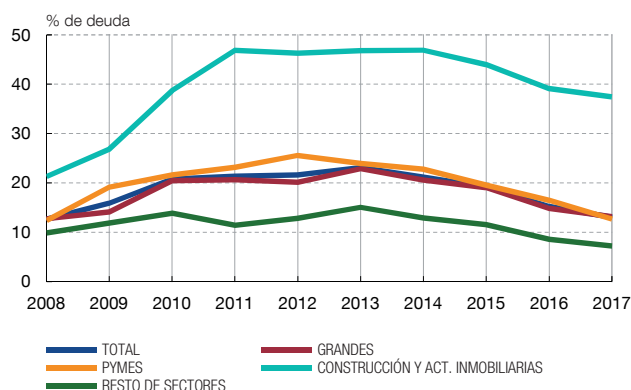
B FINANCIACIÓN A SOCIEDADES NO FINANCIERAS. CRECIMIENTO INTERANUAL



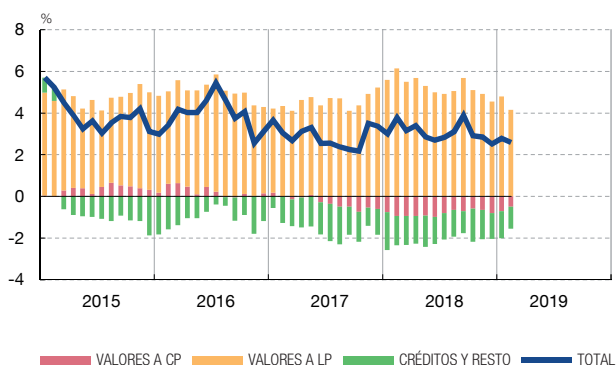
C RATIOS DE ENDEUDAMIENTO



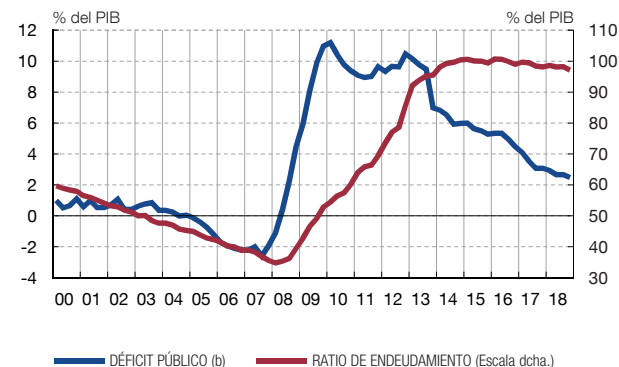
D EMPRESAS SUJETAS A MAYOR PRESIÓN FINANCIERA EN DOS PERÍODOS CONSECUTIVOS (a)



E FINANCIACIÓN AAPP. TASAS INTERANUALES. CONTRIBUCIÓN POR INSTRUMENTO



F SITUACIÓN PATRIMONIAL DE LAS AAPP



FUENTES: Datastream, INE y Banco de España.

- a Las empresas sujetas a presión financiera elevada son aquellas para las que la ratio (Resultado económico bruto + Ingresos financieros)/Gastos financieros, es menor que uno.
b Datos acumulados de cuatro trimestres.

Este recuadro analiza en mayor detalle algunos determinantes de la evolución de la cartera de crédito al consumo de las entidades de depósito españolas, en particular, de la expansión de su tamaño y del crecimiento del volumen de crédito dudoso desde 2015, que han estado muy vinculados al comportamiento expansivo del segmento de crédito para el consumo de bienes duraderos. En concreto, en los últimos tres años, el crédito al consumo concedido por las entidades de depósito y los establecimientos financieros de crédito (EFCs) en España ha crecido en unos 30 mm de euros, moviéndose desde algo más de 60 mm de euros en diciembre de 2015 a los casi 90 mm de euros en diciembre de 2018 (lo que supone un crecimiento superior al 40 %). El crédito para la adquisición de bienes de consumo duradero es el principal responsable de este crecimiento, con tasas de crecimiento interanual cercanas o superiores al 20 % desde finales de 2016. No obstante, este crecimiento se ha desacelerado en la segunda mitad de 2018 (14,8 % en diciembre de 2018, véase gráfico A).

En cuanto a los activos dudosos en este segmento, éstos comenzaron a incrementarse a partir de 2017, y a mediados de 2018, alcanzaron tasas de crecimiento en el entorno del 20 %, aunque han moderado ligeramente su crecimiento en la segunda mitad del año, hasta el 18,4 % en diciembre (véase gráfico B).

Un factor que ha contribuido al crecimiento del crédito anteriormente señalado ha sido el comportamiento observado en los EFCs. Los EFCs son un conjunto de entidades que no pueden captar depósitos y que se caracterizan por otorgar crédito en segmentos de negocio específicos (crédito al consumo, hipotecario, tarjetas, avales, etc.). En el conjunto del crédito al sector privado residente, este grupo de entidades suponía, en diciembre de 2018, el 4,3 % del total. En el caso de los hogares, los EFCs mantienen el 5,6 % del crédito total concedido a esa fecha. No obstante, la composición sectorial del crédito concedido por los EFCs a hogares, ha ido cambiando en los últimos años, pasando a tener una mayor proporción el crédito al consumo

en detrimento del otorgado para adquisición de vivienda. De este modo, en diciembre de 2018, el 67 % del crédito concedido a los hogares por EFCs tenía como finalidad la adquisición de bienes de consumo. Esto es el reflejo de la evolución dispar en el crédito concedido por estas entidades para adquisición de vivienda (con tasas de variación negativas en los últimos años) y en el otorgado para consumo, con variaciones interanuales muy por encima del 10 % desde 2014.

La relación entre el consumo de bienes duraderos y la renta disponible permite obtener un indicador de la posible existencia de restricciones de crédito para el consumo de este tipo de bienes. En particular, cuanto menor (mayor) sea el porcentaje de agentes restringidos, es razonable esperar una menor (mayor) correlación del consumo con la renta disponible. El gráfico C muestra la estimación para distintos periodos del parámetro asociado a la renta disponible en un modelo de regresión que relaciona esta variable con la serie agregada de consumo. Las estimaciones para periodos antes de la crisis indican que las restricciones de crédito se encontraban en niveles muy relajados. Una vez llegada la crisis, la mayor correlación estimada apunta a que estas restricciones se incrementaron de manera importante, alcanzando su máximo en 2014. A partir de allí se evidencia un cambio de tendencia, y una disminución que, aunque no ha sido continua, ha dominado los últimos años. Esto sugiere que un mayor acceso al crédito bancario, materializado en un incremento significativo del crédito al consumo, ha permitido a los hogares suavizar su senda de consumo de bienes duraderos. Adicionalmente, se analizan los *shocks* de oferta y demanda de crédito al consumo de bienes duraderos mediante un modelo vectorial auto-regresivo estructural (S-VAR). Este modelo permite estimar efectos contemporáneos de *shocks* asociados a oferta y demanda en las variaciones de crédito al consumo y tipos de interés. En el gráfico D se presenta la descomposición histórica de los factores de oferta y demanda sobre el crecimiento del crédito al consumo de bienes duraderos (en términos acumulados interanuales) entre 2004 y 2018.

Gráfico A
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO AL CONSUMO
Y SUS COMPONENTES
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito

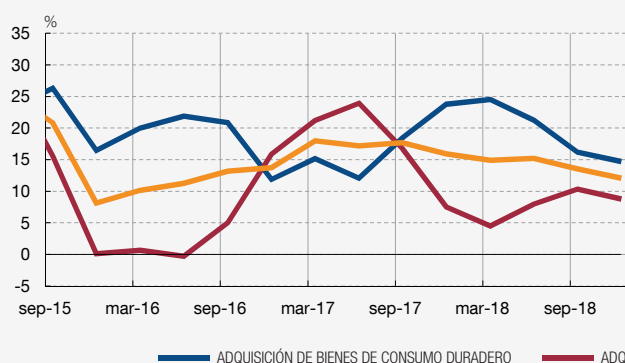
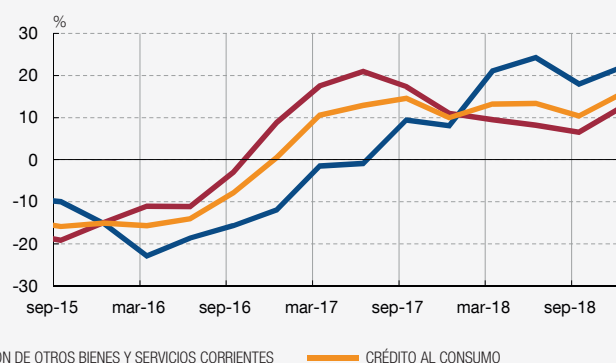


Gráfico B
TASA DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL CRÉDITO DUDOSO AL CONSUMO
Y SUS COMPONENTES
Entidades de depósito y establecimientos financieros de crédito

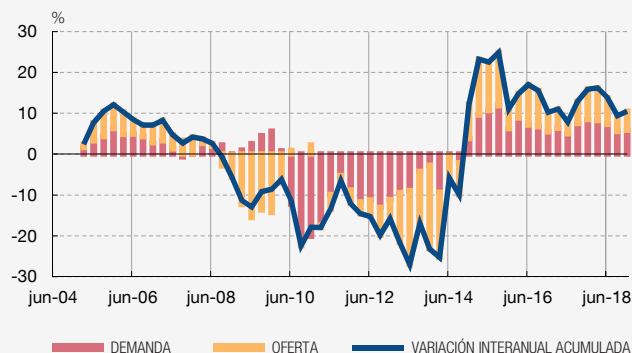


FUENTE: Banco de España.

Gráfico C
RELACIÓN ENTRE CONSUMO DURADERO Y RENTA DISPONIBLE



Gráfico D
DESCOMPOSICIÓN DE LOS FACTORES DE OFERTA Y DEMANDA
DEL CRÉDITO AL CONSUMO (a)



FUENTES: Banco de España e INE.

a El gráfico divide el crecimiento interanual (medido para cada trimestre) en dos porciones, correspondientes a factores de demanda y oferta. La descomposición se apoya en un modelo S-VAR sobre las series de crecimiento de crédito y tipos de interés para crédito al consumo de bienes duraderos.

Este gráfico muestra, por ejemplo, cómo el crecimiento en este segmento se ha situado por encima del 10 % interanual en prácticamente todos los trimestres desde el inicio de 2015. Se observa que antes de la crisis de 2008, el crecimiento de este tipo de crédito estaba asociado tanto a factores de oferta como de demanda, con una mayor contribución de los factores de oferta. Una vez llegada la crisis, los factores de oferta aparecen como más relevantes explicando la disminución del crédito en la primera (2008-2010) y última etapas (2013-2014) del periodo de contracción del crédito entre 2008 y 2014, mientras que durante los años intermedios (2010-2012) de este periodo los factores de demanda fueron los principales determinantes de esta disminución. Finalmente, desde finales de 2014 ambos factores han venido contribuyendo en proporciones muy similares al aumento del crédito al consumo de bienes duraderos.

Para el conjunto del crédito al consumo, se ha estudiado también qué características bancarias muestran una relación más estrecha con el crecimiento del crédito total y dudoso en esta cartera. Para ello se ha considerado un panel de frecuencia semestral entre junio de 2015 y junio de 2018 (7 periodos) con información de las treinta entidades individuales de mayor peso relativo en la cartera de crédito al consumo. El modelo estimado incluye efectos fijos temporales para controlar por el conjunto de factores sistémicos y efectos individuales para controlar la heterogeneidad entre entidades bancarias. Las variables explicativas consideradas incluyen: la rentabilidad sobre activo (ROA), el tipo de interés medio sobre crédito al consumo, la ratio de solvencia contable, el margen de intereses sobre activo, la tasa de morosidad en la cartera de consumo, la cuota de mercado de la entidad sobre el total de crédito al consumo y el tamaño del activo.

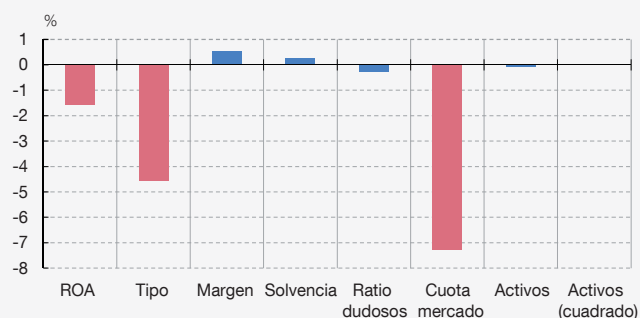
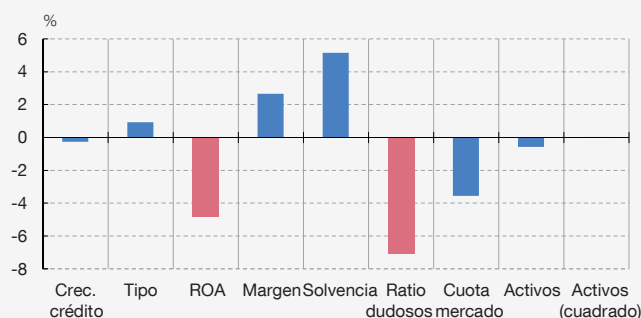
Para el crecimiento del stock de crédito al consumo se observa que existe una asociación inversa entre las entidades que experimentan crecimientos del crédito al consumo más altos y los tipos más bajos que aplican, también con el retorno sobre

activo ex ante, que es menor, y con la cuota de mercado, más baja. Esto sugiere una búsqueda de mayor presencia y rentabilidad a través de la expansión en la cartera de préstamos al consumo, objetivo obtenido por medio de tipos de interés más bajos (véase gráfico E).

Adicionalmente, en cuanto al crecimiento del crédito dudoso en la cartera de consumo, destaca el hecho de que las entidades con tasas de mora más altas parecen ser las que experimentan un menor aumento de los créditos dudosos. Este hecho sugiere una cierta convergencia en la calidad crediticia media de las carteras de préstamos al consumo, y que las entidades con una peor calidad de cartera de partida, limitan su expansión en este segmento. El retorno sobre activo de partida aparece correlacionado con signo negativo con el crecimiento de dudosos, al igual que en el caso del crecimiento del crédito total al consumo, mientras que otras variables explicativas no presentan efectos significativos (véase gráfico F).

En definitiva, el crédito al consumo continúa creciendo a tasas de dos dígitos pero se observa una desaceleración significativa en la segunda mitad del año. Patrones tanto de oferta como de demanda están detrás de esta evolución, en particular el deseo de entidades con menor cuota de mercado de ganar peso en este segmento. Por otro lado, la morosidad está aumentando a tasas de dos dígitos y acelerándose, lo que pone de manifiesto una cierta fragilidad de la demanda de crédito en un contexto macrofinanciero muy benigno.

En consecuencia, el Banco de España continuará siguiendo de cerca estos desarrollos que, de momento, no suponen un riesgo para la estabilidad del conjunto del sistema financiero español ni reclaman la adopción de medidas macroprudenciales, aunque sí requieren un aumento de la vigilancia en las condiciones de concesión de operaciones crediticias y el seguimiento a las entidades más dinámicas en este segmento.

Gráfico E
VARIACIÓN DEL CRÉDITO TOTAL AL CONSUMO. SENSIBILIDADES (a)Gráfico F
VARIACIÓN DEL CRÉDITO DUDOSO AL CONSUMO. SENSIBILIDADES (a)

FUENTE: Banco de España.

a ROA = rentabilidad sobre activo, Tipo = tipo de interés medio sobre crédito a consumo, Margen = ratio de margen de intereses sobre activo, Solvencia = ratio de solvencia contable, Ratio dudosos = ratio de crédito dudoso en la cartera de consumo, Cuota Mercado = cuota de mercado de la entidad sobre el total de crédito al consumo, Activos = total activo en balance, Activos (cuadrado) = total activo en balance al cuadrado. En rojo se destacan los efectos estadísticamente significativos al 5 %. Para cada variable explicativa, se presentan los coeficientes de regresión correspondientes en el análisis de datos de panel.

Además, esta visión agregada oculta una elevada heterogeneidad. La información desagregada disponible evidencia una elevada heterogeneidad de la situación patrimonial de los hogares. En particular, los segmentos de población que presentan una mayor vulnerabilidad son los de rentas más bajas. Para estos segmentos la ratio de servicio de la deuda (incluyendo amortización e intereses) sobre la renta bruta del hogar es sustancialmente más elevada que para el resto de los hogares con deuda (gráfico 1.8.A y B). En concreto, la carga de la deuda hipotecaria superaba en 2017 (última información disponible) el 50 % de la renta en el decil que incluye las rentas más bajas mientras que se situaba alrededor del 10 % en el de las rentas más altas. Por su parte, el saldo vivo del crédito al consumo representaba en 2018 el 16 % de la renta disponible anual de los hogares que viven en distritos postales en el quintil más bajo de la distribución de rentas, frente al 8 % aproximadamente en el caso de los hogares que viven en los distritos postales con mayor nivel de renta.

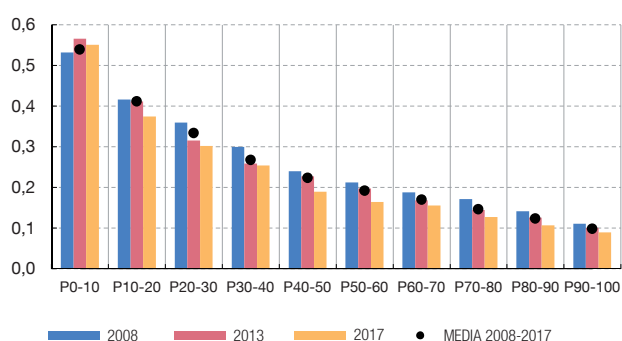
Los flujos netos de financiación global de las sociedades no financieras también se han mantenido en niveles positivos desde el mes de octubre, en términos acumulados de doce meses (gráfico 1.7.B). En febrero de 2019, la deuda financiera de este sector crecía a una tasa interanual del 1,7 %. Detrás de este comportamiento agregado pueden apreciarse dos dinámicas muy diferenciadas. Por una parte, los préstamos proporcionados por no residentes a las sociedades no financieras y el saldo vivo de las emisiones de renta fija de estas sociedades se han expandido en términos interanuales en los últimos meses, mostrando estas últimas un elevado dinamismo. Por otra parte, el saldo de crédito facilitado a estas sociedades por parte de las entidades de crédito residentes se ha seguido contrayendo en términos interanuales, habiéndose elevado el ritmo de caída durante los últimos meses. En todo caso, cuando se excluyen los sectores inmobiliario y de la construcción, el descenso es mucho más moderado. Además, la evidencia empírica disponible sugiere que, tras la crisis, los bancos discriminan en mayor medida entre empresas según su calidad crediticia y su productividad (gráfico 1.9.A y B) a la hora de asignar nuevos flujos de crédito, lo cual debería contribuir a contener el aumento de la morosidad en el futuro. En este sentido, el Recuadro 1.2 repasa la evolución global de la financiación a empresas altamente endeudadas, enmarcando la situación de España en este contexto.

ENDEUDAMIENTO DE LOS HOGARES (a)

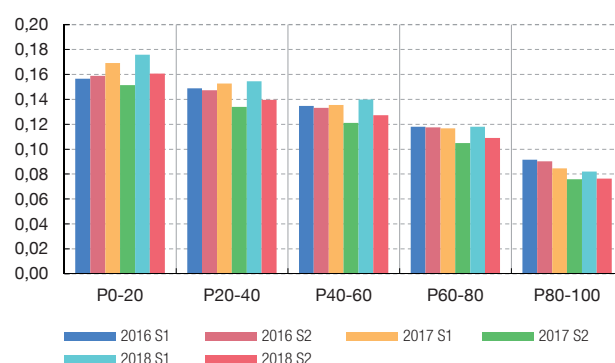
GRÁFICO 1.8

La información desagregada disponible evidencia una elevada heterogeneidad de la situación patrimonial de los hogares. En particular, los segmentos de población que presentan una mayor vulnerabilidad son los de rentas más bajas. Para estos segmentos la ratio de servicio de la deuda (incluyendo amortización e intereses) sobre la renta bruta del hogar es sustancialmente más elevada que para el resto de los hogares con deuda.

A RATIO DE PAGOS POR DEUDA / RENTA BRUTA DEL HOGAR



B RATIO DE IMPORTE PRÉSTAMO CONSUMO / RENTA BRUTA



FUENTES: INE, Ministerio de Hacienda y Banco de España.

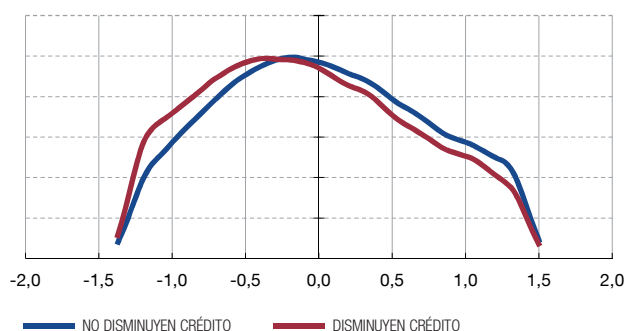
- a Se muestra, en cada fecha, el valor de la ratio para el rango de percentiles de la distribución de renta de la población señalado en el eje de abscisas de cada gráfico. El panel A se ha obtenido a partir de la Encuesta de Condiciones de Vida y el panel B utilizando información a nivel del código postal de la Central de Información de Riesgos y del impuesto sobre la renta de las personas físicas del Ministerio de Hacienda.

PRODUCTIVIDAD DE EMPRESAS Y FINANCIACIÓN BANCARIA

GRÁFICO 1.9

La evidencia empírica disponible sugiere que, tras la crisis, los bancos discriminan en mayor medida entre empresas según su calidad crediticia y su nivel de productividad a la hora de asignar nuevos flujos de crédito, lo cual debería contribuir a contener el aumento de la morosidad en el futuro.

A DENSIDADES KERNEL DE LA PRODUCTIVIDAD SEGÚN LAS EMPRESAS QUE NO DISMINUYERON SU FINANCIACIÓN EN EL AÑO 2018 Y RESTO (a)



B IMPACTO ACUMULADO DE LA PRODUCTIVIDAD SOBRE LA VARIACIÓN DEL CRÉDITO A EMPRESAS NO FINANCIERAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La productividad total de los factores se obtiene a partir de regresiones sectoriales del logaritmo de las ventas sobre los logaritmos del capital total, los consumos intermedios y el empleo y controles temporales, obteniéndose una estimación de los pesos del capital y del empleo en la función de producción de la empresa. La empleada aquí está normalizada.
- b Para cada fecha se ha estimado el impacto diferencial con respecto a los dos años previos de aumentar la productividad en una desviación típica mediante una regresión de la variación de la financiación bancaria a nivel de empresa sobre la productividad y otros controles de empresa y de oferta. Luego, cada año se ha acumulado el valor antes estimado desde el 2004, obteniendo así una medida del impacto sobre crecimiento de la oferta del crédito a sociedades no financieras asociado a un incremento sostenido de la productividad desde el primer periodo analizado.

La posición económica y financiera del sector de empresas no financieras también se ha seguido fortaleciendo. Así, la ratio de deuda sobre PIB se redujo en 2018 en 3,5 pp hasta el 74,5 %, situándose 3,4 pp por debajo de la media de la eurozona (gráfico 1.7.B). Ello, unido al reducido coste de la deuda ha llevado a que la carga financiera de este sector haya continuado cayendo en los últimos meses, situándose en niveles de mínimos históricos. Por otra parte, de acuerdo con la Central de Balances del Banco de España, los beneficios ordinarios de las sociedades no financieras aumentaron un 5 %

El crecimiento de las emisiones de *leveraged loans* (término en inglés referido a préstamos a empresas con un elevado grado de apalancamiento¹) y de instrumentos de titulización con estos préstamos como subyacente, en particular, CLOs (*Collateralized Loan Obligations*, por sus siglas en inglés), así como la posible relajación de los estándares crediticios asociados a estos instrumentos han sido identificados como factores de riesgo relevantes para la estabilidad de los sistemas financieros de Europa y Estados Unidos por distintos reguladores². El gráfico A muestra cómo el volumen global de las emisiones de *leveraged loans* es efectivamente notable en años recientes, con valores récord de emisión en 2017 superiores a 220 y 1.360 mm€ en Europa y Estados Unidos, respectivamente, y con solamente una ligera moderación de estos volúmenes en 2018 (las emisiones en Estados Unidos se mantienen de media en 6 veces el tamaño de las emisiones europeas en el período entre 2013 y 2018). Los datos agregados muestran también la importancia decreciente, tanto en Estados Unidos como en Europa, de la emisión de *high-yield bonds* (bonos con calificación por debajo del grado inversor) en relación a los *leveraged loans* proporcionados directamente por el sector bancario para financiar a las empresas con las estructuras financieras más apalancadas.

Las emisiones de CLOs en Europa se han triplicado de 2013 a 2018, mientras que en Estados Unidos han aumentado aproximadamente un 60 %, manteniendo sin embargo Estados Unidos en todos los años un volumen de emisión muy superior al de Europa (ver gráfico B). En cualquier caso, el aumento de las emisiones de CLOs³ se sitúa en un contexto de recuperación

más amplia del mercado de titulizaciones, ya que su peso relativo sobre el volumen total de CDOs (*Collateralized Debt Obligations*, por sus siglas en inglés, categoría más amplia de la que los CLOs representarían una fracción) ha disminuido en el final del periodo 2013-2018.

Más allá de la identificación de estas tendencias globales, el propósito de este Recuadro es analizar en mayor profundidad la evolución de la emisión de *leveraged loans* en Europa y la exposición de la banca española a sociedades no financieras apalancadas. Descomponiendo las emisiones de *leveraged loans* correspondientes a empresas europeas por la nacionalidad de su matriz de control (ver gráficos C y D), se observa como Reino Unido

- 1 No existe una definición única para *leveraged loan*, y la clasificación de un instrumento de deuda en esta categoría puede hacerse en función de *rating*, prima de riesgo, o medidas contables, tales como presentar una ratio de deuda sobre EBITDA superior a 6.
- 2 El BCE identificaba en su *Financial Stability Review* de mayo de 2018, Box 5: *Leveraged loans: a fast-growing high-yield market*, p.74-78, estos desarrollos como riesgos potenciales para la estabilidad financiera. La Reserva Federal en su *Financial Stability Report* de noviembre de 2018 identificaba también el aumento en 2017-2018 de la emisión de deuda de riesgo por empresas no financieras (*leveraged loans* y bonos de grado especulativo), p. 19-20, así como de CLOs, p. 28-29, y señalaba la elevada tolerancia al riesgo sobre la deuda de empresas no financieras como factor de vulnerabilidad.
- 3 Los instrumentos CLOs no contienen como único posible activo subyacente préstamos correspondientes a la categoría de *leveraged loans*, pero representan la mejor aproximación al volumen de titulizaciones vinculadas a estos préstamos.

Gráfico A
EMISIÓN DE LEVERAGED LOANS Y HIGH-YIELD BONDS (a)

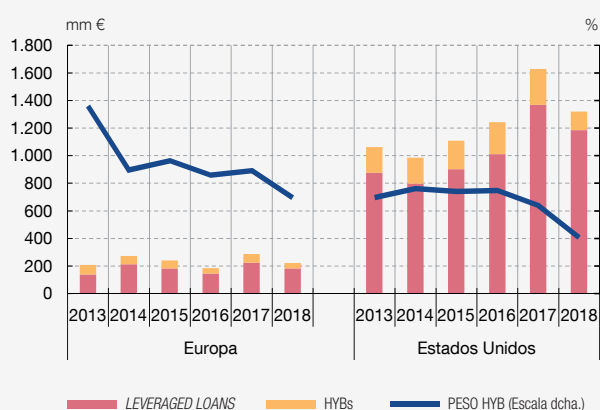
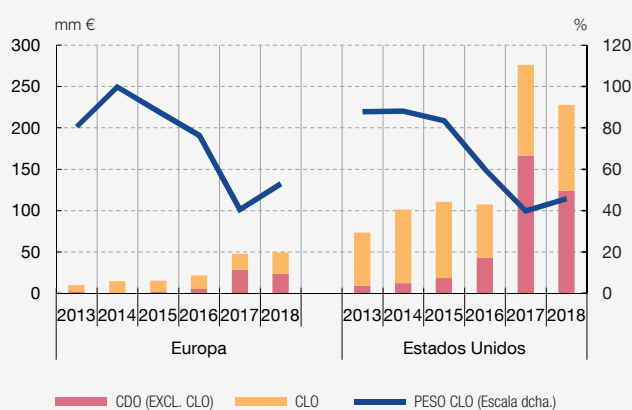


Gráfico B
EMISIÓN DE CDO/CLO (b)



FUENTES: Thomson Reuters, Dealogic, SIFMA-AFME, SIFMA, Datastream y Thomson Reuters Leveraged Loan Monthly - March 2018 and Year End 2018, Reuters Bond News November 2018.

- La definición de *leveraged loan* se corresponde con préstamos sindicados que se califican como apalancados o altamente apalancados por Thomson Reuters en base a una lista de criterios de calidad crediticia. La definición de *high-yield bond* se corresponde con bonos clasificados por debajo del grado inversor en la base de datos de emisiones de Dealogic. Las emisiones europeas se corresponden a deudores para los que la nacionalidad de su matriz se corresponde a las mayores economías europeas (Alemania, Reino Unido, Francia, Italia, y España). Los datos de emisiones de Thomson Reuters que aparecen en dólares se convierten a euros usando el tipo de cambio euro dólar correspondiente al día de la emisión.
- Los datos de SIFMA de emisiones de titulizaciones CDOs y CLOs, así como los datos de emisiones de CLOs en Estados Unidos de Thomson Reuters reportadas en dólares se convierten cada año al tipo medio euro dólar correspondiente. Los datos de emisión de CLOs de Europa para 2018 corresponden al periodo Enero-Noviembre.

Gráfico C
FLUJO DE EMISIONES DE *LEVERAGED LOANS* POR PAÍS DEL PRESTATARIO (a)

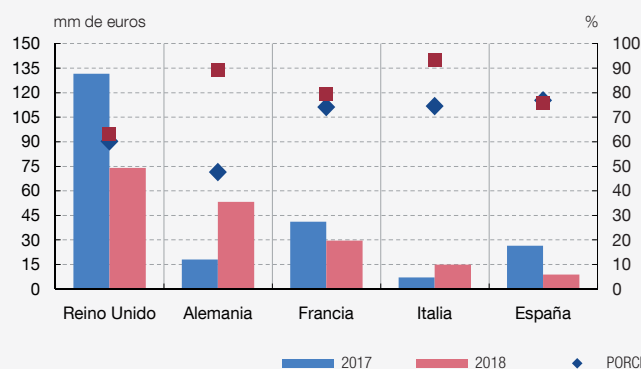
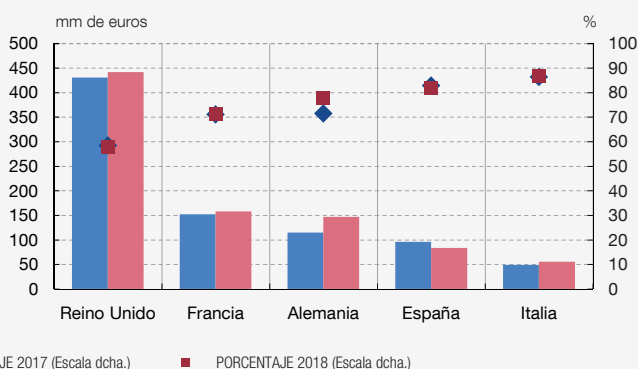


Gráfico D
STOCK DE EMISIONES DE *LEVERAGED LOANS* POR PAÍS DEL PRESTATARIO (a)



FUENTE: Thomson Reuters.

a El gráfico de flujo de emisiones considera los préstamos con fecha de acuerdo en 2017 y 2018. El stock de emisiones en un año dado considera todas las emisiones con fecha de acuerdo hasta diciembre de ese año y fecha de vencimiento del préstamo posterior a diciembre de ese año, esto es, considera el saldo de emisiones vivas. Porcentaje 2017 y 2018 indican la proporción de las emisiones vinculadas a prestatarios de un país en las que intervienen bancos del mismo país (entidades significativas que participan en el último ejercicio de transparencia de la ABE) en capacidad de agentes Tier 1 del sindicato de bancos que proporciona el préstamo. El país del prestatario se identifica con el país de residencia de su compañía matriz última.

lidera las emisiones de *leveraged loans* tanto en 2017 (131 mm€) como 2018 (74 mm€), aunque en este segundo año su diferencia con el segundo país por emisiones (Alemania con 53 mm€) se estrecha considerablemente. Las emisiones correspondientes a empresas con la matriz del grupo radicada en España presentan volúmenes mucho más reducidos (26 mm€ en 2017 y menos de 10 mm€ en 2018) y se presentan a la cola de otros países (ver gráfico C). En todos los países considerados, se observa un elevado porcentaje de emisiones en las que participan bancos significativos (identificados como participantes del ejercicio de transparencia de la Autoridad Bancaria Europea (ABE) para cada país del estudio) con el mismo país de residencia que la matriz de los prestatarios. Este porcentaje supera el 70 % en ambos años en Francia, España, e Italia, país que presenta el mayor porcentaje de participación nacional⁴.

El análisis del stock total de emisiones vivas de *leveraged loans* a diciembre de 2017 y 2018 (ver gráfico D) ofrece conclusiones similares al análisis de flujos, de nuevo con Reino Unido como el país de residencia más frecuente de los grupos que emiten *leveraged loans* (con 441 mm€ en 2018), y a distancia significativa del segundo país (Francia con 158 mm€ en 2018). El tamaño relativo de las emisiones correspondientes a prestatarios españoles excede al de los italianos al considerar el total de emisiones (83,3 mm€ frente a 53,3 mm€ en 2018).

La emisión de *leveraged loans* se clasifica comúnmente como un subsegmento del mercado más amplio de préstamos bancarios sindicados, que no solamente se extienden a empresas con consideración de altamente apalancadas⁵. De todas formas, la exposición a préstamos sindicados de los bancos europeos (ver gráfico E) representa otra aproximación útil, al representar una cota máxima, a la exposición a *leveraged loans*. La exposición

de los bancos del área del euro a préstamos sindicados a empresas no financieras no ha variado de forma significativa en el periodo 2012-2018, pero existen importantes diferencias entre países. El crecimiento acumulado de estos préstamos sindicados para el periodo 2012-2018 es de aproximadamente el 16 % en Alemania y del 30 % en Francia, con claras expansiones desde 2014 y 2016 respectivamente. Por el contrario, España e Italia presentan caídas acumuladas de aproximadamente el 22 %.

En 2018, la exposición a préstamos sindicados, a nivel europeo (media UE), representaba aproximadamente el 13,2 % del total de exposiciones de crédito a empresas no financieras, 1,3 pp mayor que el porcentaje observado en 2012 (ver gráfico F). La evolución de esta ratio ha sido bastante distinta entre países, con un patrón en U para Alemania, Italia y Francia, retornando los dos primeros en 2018 al porcentaje observado en 2012, mientras que el tercero presenta un cierto aumento. Por el contrario, España presenta un claro patrón ascendente y la importancia relativa de los créditos sindicados pasa del 11,9 % en 2012 al 17,1 % en 2018. Este hecho, unido al descenso absoluto en el nivel de préstamos sindicados en los bancos españoles observado en el gráfico E indica que la reducción del volumen de este tipo de préstamos de los bancos españoles, ha sido menor que en el conjunto del crédito a empresas no financieras.

4 Con los datos disponibles, solo es posible identificar la participación de bancos nacionales en las operaciones de préstamos sindicados marcadas como *leveraged loans* en Thomson Reuters pero no la cantidad de riesgo asumido.

5 Thomson Reuters incluye en su lista de *leveraged loans* a aquellos préstamos sindicados que se califican como apalancados o altamente apalancados en base a una lista de criterios de calidad crediticia.

Gráfico E
PRÉSTAMOS SINDICADOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS

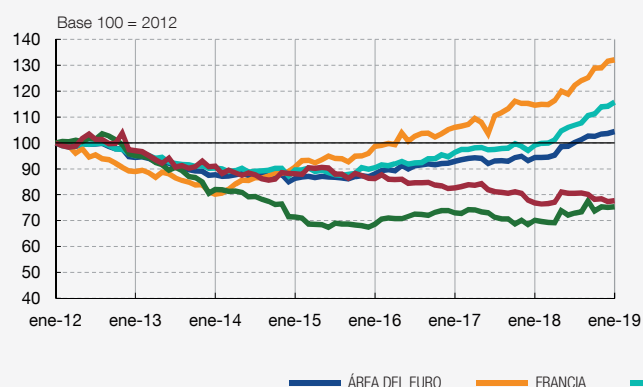
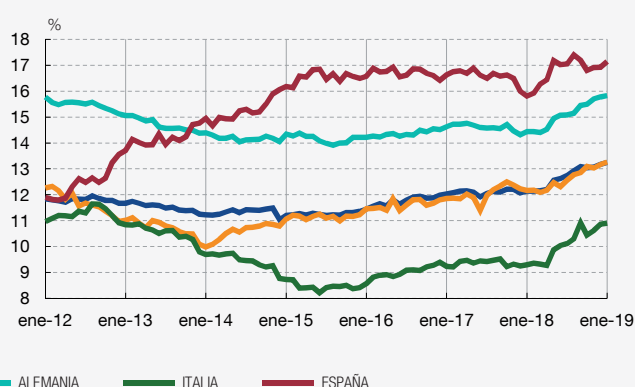


Gráfico F
PRÉSTAMOS SINDICADOS A SOCIEDADES NO FINANCIERAS
En porcentaje sobre préstamos a sociedades no financieras



FUENTE: Banco Central Europeo.

Gráfico G
DISTRIBUCIÓN DE LA RATIO DEUDA-ACTIVO POR RIESGO DISPUESTO
EN PRÉSTAMOS SINDICADOS (a)
Diciembre 2018

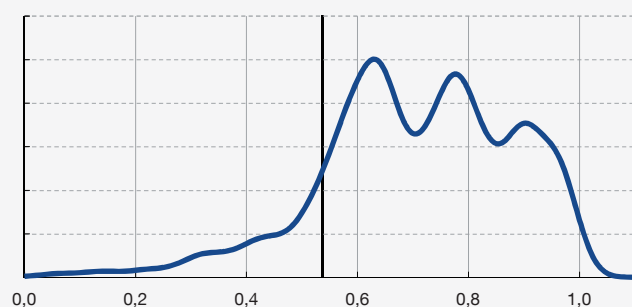
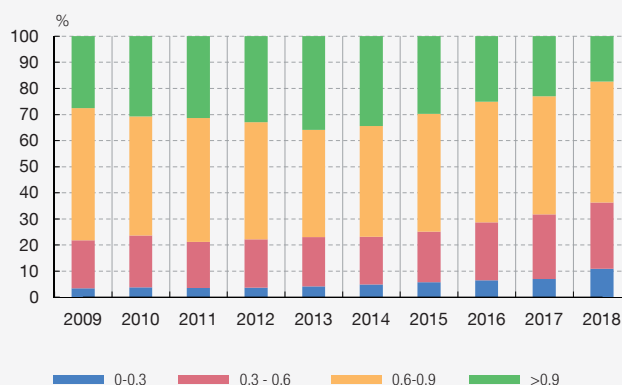


Gráfico H
PORCENTAJE DE VOLUMEN DISPUESTO POR BUCKETS DE RATIO DE DEUDA
GRANDES EMPRESAS (b)



FUENTE: Banco de España.

- a El gráfico muestra la función de densidad (o la distribución de frecuencias) de la ratio de deuda (total de deuda a largo y corto plazo sobre total activo) para las empresas con préstamos sindicados de las entidades de depósito españolas, ponderada por el importe de crédito en CIRBE en diciembre de 2018 correspondiente a cada categoría de esta ratio. Dicha función de densidad se aproxima mediante un estimador *kernel*, que posibilita una estimación no paramétrica de la función de densidad, proporcionando una representación gráfica continua y suavizada de dicha función. La línea vertical indica la mediana de la ratio de deuda medida para el conjunto de grandes empresas en la Central de Balances del Banco de España (CBBE) a la última fecha disponible.
- b La distribución de este gráfico se obtiene mediante el cruce de los datos de CBBE, seleccionando aquellas entidades que satisfacen a nivel individual los requisitos para ser clasificada como gran empresa en términos de número de empleados, ventas o total activo de acuerdo al Reglamento de la UE 651/2014, con CIRBE. Los datos de CBBE se utilizan para clasificar a las empresas por su ratio de deuda y los datos de CIRBE proporcionan el volumen de exposición dispuesto de los bancos españoles a cada una de estas categorías. El año indicado en el gráfico se refiere a la medición del dispuesto en CIRBE (e.g., 2018), con la clasificación por ratios de deuda correspondiente al diciembre anterior (e.g. 2017).

A pesar de que no todo el volumen de préstamos sindicados es concedido a empresas altamente apalancadas, se observa que la distribución de la ratio de deuda (total de deuda a corto y largo plazo sobre total activo) por volumen de este tipo de préstamos en las entidades de depósito españolas se concentra en valores relativamente altos de la ratio en diciembre de 2018 (gráfico G).

La observación de que la actividad sobre *leveraged loans* y titulizaciones asociadas se concentra en Estados Unidos y, dentro de Europa, en Reino Unido, no significa que la proliferación de estos instrumentos no suponga un cierto riesgo para el sistema financiero español. La asunción de riesgos en Europa y Estados Unidos a través de *leveraged loans* afecta a la sensibilidad global a posibles *shocks* sobre la revisión de las

primas de riesgo exigidas o la posición financiera de las empresas, y las perturbaciones originadas en otros sistemas pueden ser transmitidas a través de canales comerciales y financieros.

Adicionalmente, la importancia relativa de las exposiciones a préstamos sindicados para las entidades bancarias españolas en relación al conjunto del crédito a sociedades no financieras no es menor que en otros países europeos como se ha mostrado en el gráfico F.

Finalmente, se analiza la exposición de las entidades de depósito españolas al apalancamiento de grandes empresas en el conjunto del crédito concedido a éstas, más allá del segmento de préstamos sindicados, que a pesar de ser una categoría de riesgo relevante, podría no cubrir todas las

exposiciones a empresas altamente apalancadas. Desde 2009, el cruce de la información de la Central de Balances (CBBE) y la Central de Información de Riesgos (CIR) del Banco de España, muestra una menor exposición en el crédito a las empresas más apalancadas (ver gráfico H), si bien el peso de éstas en el conjunto del crédito a grandes empresas en 2018 no es despreciable. En concreto, el peso del crédito a empresas con ratio de deuda en las categorías entre 0,6 y 0,9 y superior a 0,9 ha pasado respectivamente del 51% y 28% en 2009, al 46% y 17% en 2018. La exposición a empresas menos apalancadas mitiga los riesgos para la estabilidad del sistema, si bien la distribución de apalancamiento observada indica que la capacidad de pago de alguna empresas de este segmento podría ser sensible al deterioro de las condiciones macrofinancieras como resultado de la cristalización de los riesgos identificados en este IEF.

en 2018, elevándose la rentabilidad de los recursos propios en 0,8 pp en relación al ejercicio anterior. No obstante, esta visión agregada también oculta una elevada heterogeneidad, de modo que persisten algunos segmentos con una situación más vulnerable que se concentran en el colectivo de las empresas de menor dimensión y, sobre todo, en las que operan en el sector inmobiliario y de la construcción (gráfico 1.7.D).

Las condiciones de financiación del sector público han continuado siendo muy favorables. De hecho, los tipos de interés de la deuda soberana, que es la principal fuente de financiación de este sector, han permanecido en niveles históricamente reducidos durante los últimos meses mostrando, incluso, una baja sensibilidad a la incertidumbre política y fiscal en Italia que elevó de manera notable los costes de emisión del soberano italiano en la segunda mitad de 2018. Esto ha permitido que este sector continúe cubriendo sus necesidades de fondos mediante valores de renta fija a largo plazo, reduciendo sus posiciones deudoras en forma de bonos a corto plazo y créditos (gráfico 1.7.E), elevando así la vida media de la deuda viva y reduciendo las necesidades de refinanciación en el futuro próximo.

En cualquier caso, el elevado nivel de la ratio de deuda pública sobre PIB supone una vulnerabilidad para la economía española. Esta ratio se redujo hasta el 97,1% del PIB en 2018, 1 pp menos que en 2017, pero todavía 12 pp por encima de la media del área del euro (gráfico 1.7.F). Detrás de esta caída se encuentra el avance del producto nominal y la progresiva reducción del déficit público. En particular, el desequilibrio presupuestario de las Administraciones Públicas disminuyó en seis décimas en 2018, hasta el 2,5% del PIB, si bien gracias a su componente cíclico, pues no se observa una mejora en el componente estructural desde 2013. El alto endeudamiento público constituye un importante elemento de vulnerabilidad para la economía española ante posibles encarecimientos del coste de financiación, si bien los plazos de vencimiento dilatados de la deuda pública reducen el riesgo de refinanciación, o ante una evolución más negativa de lo esperado de la actividad económica.

En los años que precedieron a la crisis financiera global de 2007/2008, la economía española registró persistentes y crecientes déficits por cuenta corriente, que llegaron a representar el 9,6 % del PIB en 2007, que apenas fueron compensados por el modesto superávit de la balanza de capital (véase gráfico A). Este recurso continuado a la financiación externa provocó que la posición deudora neta de la economía española pasara de suponer un 34,7 % del PIB en 1999 a alcanzar el 80,2 % del PIB en 2008¹, entonces máximo histórico y muy por encima del nivel que presentaban otras grandes economías europeas (véase gráfico B).

A raíz de la crisis, la economía española ha experimentado un intenso proceso de ajuste en su balanza por cuenta corriente, de modo que ha venido registrando superávits desde 2013. Fruto de esta capacidad de financiación frente al resto del mundo, y del crecimiento del PIB, el saldo deudor de la posición de inversión internacional (PII) neta de la economía española se ha reducido en unos 21 pp desde el máximo alcanzado en 2014, hasta situarse en el 77,1 % del PIB en 2018. Este nivel, sin embargo, sigue siendo muy elevado y constituye una fuente de vulnerabilidad para la economía española ante cambios bruscos en las condiciones de financiación en los mercados financieros globales. En este sentido, algunos estudios han tratado de identificar umbrales de riesgo en los pasivos exteriores que, en caso de superarse, serían indicadores de un aumento apreciable de la vulnerabilidad de la economía ante turbulencias en los mercados internacionales. El análisis del Banco de España sitúa ese umbral para la economía española en el 70 % del PIB, cifra que, no obstante, debe interpretarse con cautela dadas las dificultades metodológicas a las que se enfrenta la construcción de este tipo de indicadores². Además, el abultado endeudamiento externo de la economía española no es susceptible de corregirse en el corto plazo, especialmente si se tiene en cuenta que durante los últimos trimestres se han reducido los superávits en la balanza por cuenta corriente y de capital, y que se prevé que se mantengan durante los próximos años en niveles más moderados que los observados entre 2014 y 2017.

Para entender mejor los riesgos que se derivan de la elevada posición deudora de la economía española, resulta conveniente analizar también a través de qué productos financieros se asumen estas deudas y qué sectores institucionales residentes son responsables de las mismas. Como se puede apreciar en el gráfico C, el incremento de la PII deudora neta española entre 1999-2009 obedeció, principalmente, a un aumento de los pasivos netos en las categorías de inversión en cartera y otra inversión. Más en concreto, durante este periodo, la economía española financió sus crecientes desequilibrios externos mayoritariamente mediante inversión en cartera materializada en forma de instrumentos de deuda. Como se demostró al estallar la crisis financiera global y la de deuda soberana europea, la financiación obtenida mediante estos instrumentos es particularmente volátil (por ejemplo, en comparación

con la captada en forma de inversión directa) y susceptible de mostrar ajustes bruscos ante cambios en el sentimiento de los mercados. En este sentido, conviene resaltar que el peso de estos instrumentos en los pasivos frente al exterior se ha reducido en los últimos años, desde un máximo del 37 % alcanzado en 2006 hasta el 28 % registrado en 2018.

En cuanto al desglose por sector institucional, el gráfico D muestra un cambio muy marcado en la composición de la PII española. Así, mientras que en 2008 el sector privado residente (esto es, otros sectores residentes y otras instituciones financieras monetarias) era responsable del 83 % de la PII deudora neta española, en la actualidad únicamente asume el 19 % del total. En cambio, el peso del sector público ha aumentado de manera notable, pasando del 22 % en 2008 al 58 % en 2018. Por su parte, el Banco de España ha pasado de registrar una posición acreedora en 2008 a ser responsable de un 23 % de la posición deudora en la actualidad. En la medida en que la mayor parte de los pasivos externos netos de la economía recaen en el sector público, reforzar la sostenibilidad de las cuentas públicas resulta fundamental para evitar cambios bruscos en el sentimiento de los mercados y una reversión en los flujos de financiación externa.

Por último, resulta útil complementar la información facilitada por la PII con la que proporciona la deuda externa bruta, un indicador que incluye únicamente los pasivos frente al resto del mundo que generan obligaciones de pago³. En particular, esta medida excluye todos aquellos pasivos exteriores materializados en forma de participaciones en el capital, que no generan ninguna obligación de pago futuro y, por tanto, no conllevan los mismos riesgos para la sostenibilidad y/o refinanciación de la deuda exterior que otros vehículos de financiación como los bonos o los préstamos. Como se puede apreciar en el gráfico E, la deuda externa bruta de la economía española apenas ha mostrado signos de mejora en los últimos años, si bien se sitúa en línea con la media de la UEM. Así, desde el máximo alcanzado en 2015, este indicador solo se ha reducido en 2 pp, hasta el 166,7 % del PIB en 2018. No obstante, en términos de su composición, se observan en los últimos años algunos cambios que han contribuido a reducir su vulnerabilidad. En particular, como se puede apreciar

1 Además de por el comportamiento de la cuenta corriente, la evolución de la PII también viene determinada por los efectos valoración y otros ajustes. Durante el periodo 1999-2008, estas partidas tuvieron una contribución negativa en la PII equivalente a 21 pp.

2 Para más detalle, véase el Capítulo 3 del Informe Anual 2016 del Banco de España.

3 La deuda externa comprende todos los pasivos frente a no residentes que impliquen la realización futura de pagos por amortización de principal, por intereses o por ambos. En la práctica, esto incluye todos los instrumentos financieros, excepto la renta variable (acciones y otras participaciones en capital, y participaciones en fondos de inversión), los derivados financieros y el oro monetario en lingotes.

Gráfico A
BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y DE CAPITAL

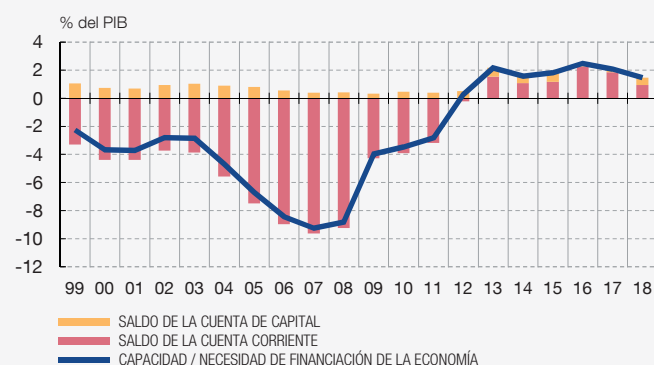


Gráfico B
PII NETA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (a)

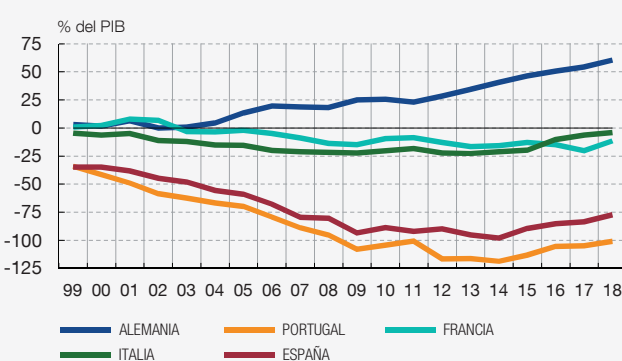


Gráfico C
PII NETA. DESGLOSE POR CATEGORÍAS FUNCIONALES (a)

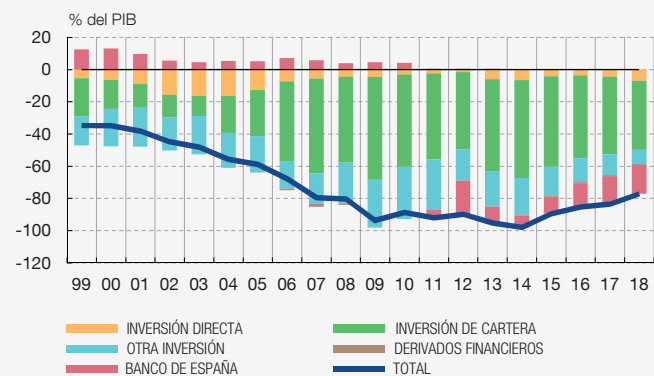


Gráfico D
PII NETA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL (a)

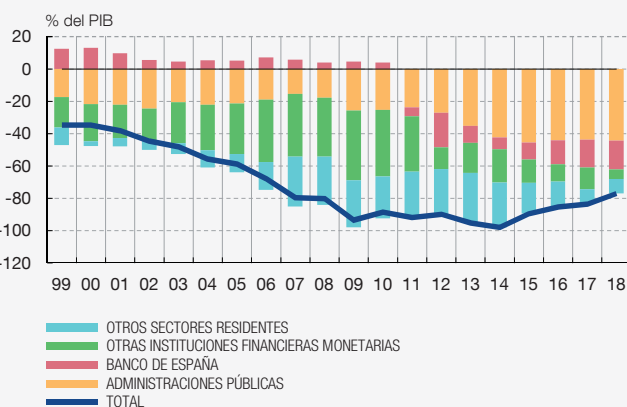


Gráfico E
DEUDA EXTERNA. COMPARACIÓN INTERNACIONAL (b)

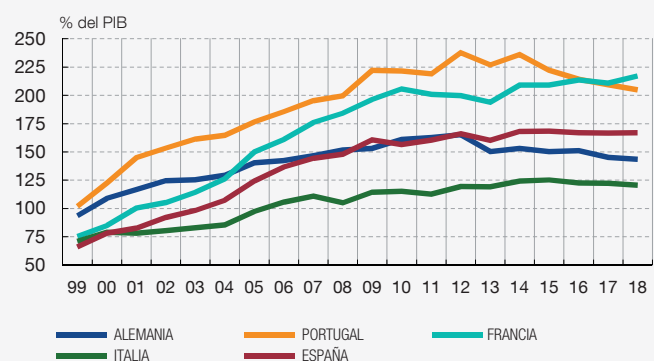
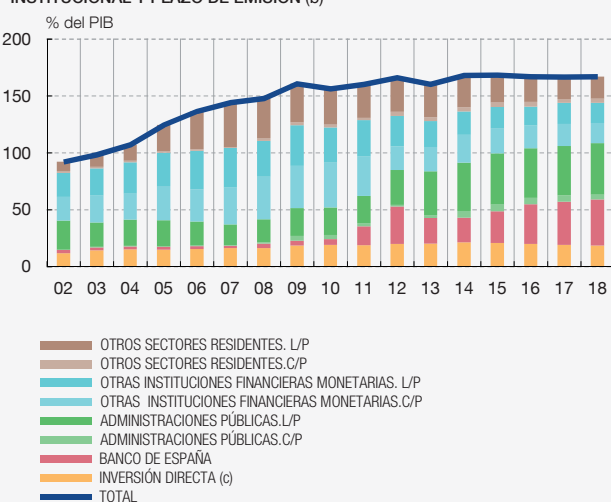


Gráfico F
ESTRUCTURA DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA. DESGLOSE POR SECTOR INSTITUCIONAL Y PLAZO DE EMISIÓN (b)



FUENTE: Banco de España.

- a La PII neta es la diferencia entre el valor de los activos exteriores de los sectores residentes y el de los pasivos frente al resto del mundo.
b La deuda externa comprende el saldo de todos los pasivos que dan lugar a pagos futuros de principal, intereses o ambos (es decir, todos los instrumentos financieros a excepción de los fondos propios, los derivados financieros y el oro monetario en lingotes).
c Incluye solo inversión directa en la forma de deuda.

en el gráfico F, los títulos emitidos por el sector público, que generalmente conllevan un menor riesgo de refinanciación y de liquidez que los emitidos por el sector privado, han incrementado su peso en el total de la deuda externa bruta desde el 14 % en 2008 hasta el 30 % en 2018. Lo mismo ha sucedido con los pasivos exteriores del Banco de España, muy vinculados a la

implementación de política monetaria y con unos riesgos asociados más acotados incluso que los del sector público, cuyo peso en la deuda externa bruta ha aumentado en 22 pp durante el mismo periodo. Por otra parte, también se ha incrementado el peso de los instrumentos emitidos a largo plazo que, de nuevo, suelen llevar asociados menores riesgos de refinanciación.

La elevada posición de inversión internacional (PII) deudora neta de la economía española también es un elemento de vulnerabilidad frente a eventuales turbulencias en los mercados financieros internacionales. A pesar de que la PII deudora neta de la nación se ha reducido en casi 21 pp del PIB desde 2014, aún alcanzaba el 77,1 % del PIB a finales de 2018, un nivel elevado en términos históricos y en comparación con otros países, lo que genera un grado de vulnerabilidad potencialmente significativo ante un deterioro de los mercados de capitales internacionales (véase Recuadro 1.3).